

Tabela 5.2
Revalorizações do marco alemão frente a outras moedas do SME
(medidas por taxas centrais bilaterais, em porcentagem)

	Franco belga/ luxemburguês	Coroa dinamarquesa	Franco francês	Florim holandês	Libra irlandesa	Lira italiana	Total EMS ^a
Ponderação ^b (em %)	16,6	4,0	32,0	17,4	1,8	27,5	100
Data de vigência do realinhamento:							
24 de setembro de 1979	+2,0	+5,0	+2,0	+2,0	+2,0	+2,0	+2,1
30 novembro de 1979	-	-	-	-	-	-	+0,2
23 de março de 1981	-	-	-	-	-	+6,4	+1,7
5 outubro de 1981	+5,5	+5,5	+8,8	-	+5,5	+8,8	+6,5
22 de fevereiro de 1982	+9,3	+3,1	-	-	-	-	+1,6
14 de junho de 1982	+4,3	+4,3	+10,6	-	+4,3	+7,2	+6,3
21 de março de 1983	+3,9	+2,9	+8,2	+1,9	+9,3	+8,2	+6,7
22 de julho de 1983	-	-	-	-	-	+8,5	+2,3
7 de abril de 1986	+2,0	+2,0	+6,2	-	+3,0	+3,0	+3,8
4 de agosto de 1986	-	-	-	-	+8,7	-	+0,2
12 de janeiro de 1987	+1,0	+3,0	+3,0	-	+3,0	+3,0	+2,6
8 de janeiro de 1990	-	-	-	-	-	+3,7	+1,0
Acumulado desde o início do SME em 13 de março de 1979	+31,2	+35,2	+45,2	+4,0	+41,4	+63,5	+41,8

Fonte: Gros e Thygesen (1991), p. 68.

^a Revalorização média do marco alemão frente a outras moedas do SME (ponderação geométrica); com exceção da Espanha.

^b Ponderações das moedas do SME derivadas da participação no comércio internacional entre 1984 e 1986, depois de levar em conta os efeitos de mercados externos ao SME, e expressas em termos do valor ponderado do marco alemão.

- = não aplicável.

Mas, na ausência de contenção fiscal e monetária, a situação do balanço de pagamentos francês ficou ainda pior. O mercado agiu segundo as expectativas, vendendo francos e forçando intervenções que drenaram reservas do Banco da França. Controles de capital mais rigorosos protelaram o dia do juízo final, mas não puderam fazê-lo indefinidamente.⁴³ O franco foi novamente desvalorizado em relação ao marco alemão em junho de 1982 e ainda uma terceira vez em março de 1983.⁴⁴ O governo francês foi levado a considerar a possibilidade de sair do SME e até mesmo da CE.⁴⁵

Essa opção acabou se revelando excessivamente radical, em razão do investimento da França na integração europeia. Prevaleceu a ala moderada do governo Mitterrand, liderada por Delors e pelo secretário do Tesouro Michel Camdessus, e o governo moderou suas políticas de incentivo à demanda. Não é que as políticas de incremento fiscal e monetário tenham sido incapazes de aquecer a economia. Ao contrário, elas foram bastante eficazes: o crescimento do PIB francês, ao contrário do que ocorreu com outros países, não foi negativo mesmo no auge da recessão europeia. O que as autoridades francesas não esperavam é que as restrições externas se fizessem sentir tão rapidamente.

As políticas dos socialistas de incentivo à demanda provocaram perdas de reservas muito rápidas, em virtude da falta de coordenação de políticas entre a França e a Alemanha. Justamente no momento em que os franceses embarcaram em sua iniciativa expansionista, o Bundesbank tomou medidas para suprimir as pressões inflacionárias. Qualquer esperança de que o Bundesbank pudesse ser pressionado para baixar as taxas de juros foi frustrada em outubro de 1982, quando a coalizão socialista-liberal alemã foi substituída pelo governo mais conservador de Helmut Kohl. Ao contrário do governo de Schmidt, Kohl e seus colaboradores não queriam incentivar o Bundesbank a reduzir as taxas de juros.⁴⁶ Ficou claro que a economia europeia não sairia da recessão com a taxa suposta nas projeções francesas. Níveis mais baixos

⁴³ Sobre mudanças nos controles de capital na França, ver Neme (1986).

⁴⁴ Em ambas as ocasiões o ajuste do franco em relação ao marco alemão foi encoberto pelo realinhamento também de outras taxas de câmbio.

⁴⁵ O fato de o governo francês ter considerado essa última opção pode parecer incrível. Mas, conforme comentado acima, a saída da França do SME teria colocado em risco a CAP, o programa fundamental da CE; portanto, a saída do SME teria comprometido seriamente a solidariedade europeia. Ver Sachs e Wyplosz (1986).

⁴⁶ Ver Henning (1994), pp. 194-5.

de demanda na Europa, conjugados a um aumento do diferencial de inflação entre a França e a Alemanha, significaram perdas mais sérias para a competitividade francesa.⁴⁷ Felizmente, para o SME, os socialistas franceses acabaram se curvando a essas realidades.

Assim, o segundo quadriênio do SME foi menos turbulento que o primeiro. Com o início da recuperação econômica da Europa, as políticas de austeridade se tornaram mais toleráveis. A ameaça à convergência de políticas diminuiu. A valorização do dólar na primeira metade dos anos 80 tornou mais fácil para os governos europeus conviver com uma taxa de câmbio forte em relação ao marco. A derrocada de Mitterrand havia servido como advertência, e teve como resultado trazer o mais importante parceiro da Alemanha no SME de volta para as políticas de estabilidade monetária.

A dispersão das taxas de inflação entre os diferentes países, medida por seu desvio padrão, caiu para a metade entre 1979-83 e 1983-87. Embora os controles de capital fossem parcialmente relaxados, foram mantidas importantes restrições, proporcionando aos governos algum tempo para negociar os realinhamentos. Nenhum dos quatro realinhamentos que ocorreram no período de 1983-87 superou o diferencial de inflação acumulada. Portanto os governos que desvalorizaram suas moedas não tiveram nenhum impulso adicional em sua competitividade que lhes permitisse continuar a executar políticas mais inflacionárias do que a Alemanha sem sofrer perdas alarmantes de competitividade. Assim, as políticas econômicas denotavam um endurecimento do comprometimento dos países do SME em relação à convergência nominal. O “acordo minilateral de Bretton Woods” europeu parecia estar ganhando capacidade de resistência.

ÍMPETO RENOVADO DE INTEGRAÇÃO

Embora a Comunidade Européia parecesse estar no caminho da solução de seu problema cambial, persistiam outras dificuldades fundamentais. O nível de desemprego estava perturbadoramente alto, freqüentemente na faixa de dois dígitos, e os formuladores de políticas sentiam-se manietados por seu

⁴⁷ Além disso, em virtude da rigidez do lado da oferta que afligia a economia francesa, o estímulo à demanda produziu mais inflação e menos produção do que o governo esperava. Mais impostos para cobertura de gastos com a seguridade social, salários mínimos mais altos e redução nas horas de trabalho fizeram com que os empregadores hesitassem em contratar novos trabalhadores. Com a curva da oferta agregada em queda ao mesmo tempo em que a curva da demanda agregada mostrava-se em ascensão, o resultado foi inflação em vez de crescimento.

compromisso em manter o câmbio fixo.⁴⁸ Eles se preocupavam com a capacidade dos produtores europeus de competir com os Estados Unidos e o Japão. Tudo isso os levou a considerar uma aceleração radical do processo de integração européia como uma maneira de injetar os ventos gelados da competição na economia do continente e de ajudar os produtores a explorar melhor as economias de escala e de abrangência. A iniciativa acabou tendo consequências profundas, e não totalmente previstas, para a evolução do Sistema Monetário Europeu.

A dinâmica que se seguiu foi complexa. Em sua forma mais esquemática, a mútua influência da unificação monetária e do processo de integração teve os seguintes desdobramentos:

- O renovado compromisso para com a fixação das taxas de câmbio por parte dos Estados membros da Comunidade Européia e a emergência da Alemanha à condição de âncora de baixa inflação no Sistema Monetário Europeu limitaram a liberdade dos países europeus de adotar políticas macroeconômicas independentes na defesa de objetivos nacionais.

- Assim, ao perseguir objetivos distributivos e metas sociais, os governos recorreram a políticas microeconômicas de contenção salarial, maior segurança de emprego e medidas cada vez mais generosas de ajuda a desempregados e concessão de outros benefícios sociais. Isso reduziu a flexibilidade e a eficiência do mercado de trabalho, resultando em desemprego elevado e crescente.⁴⁹

- Esse problema, a “euroesclerose”, deu impulso adicional ao processo de integração. O Programa do Mercado Unificado, definido na *Lei da Europa Unificada*, de 1986, procurou reduzir o desemprego e pôr fim à queda na atividade econômica na Europa

⁴⁸ Abaixo, sugiro que o problema do desemprego na década de 80 esteve efetivamente relacionado ao advento do SME, porém não pelas razões enfatizadas pelos formuladores de políticas à época, e repetidas na maioria dos relatos históricos.

⁴⁹ Estou sugerindo, em outras palavras, que as duas explicações comumente oferecidas para o elevado desemprego na Europa — enfatizando, respectivamente, o compromisso em relação a um câmbio forte e políticas sociais que introduzem rigidez microeconômica no mercado de trabalho — não são incompatíveis entre si, nem mesmo inteiramente distintas uma da outra. As políticas que resultaram em contenção salarial e aumento nos custos para contratar e despedir empregados eram em si mesmas uma resposta aos limites à utilização autônoma de política macroeconômica impostos pelo SME.

simplificando as estruturas reguladoras, intensificando a concorrência entre os Estados membros da CE e promovendo o aproveitamento de economias de escala e de abrangência dos produtores europeus.

- A tentativa de criar um mercado europeu unificado envolvendo mercadorias e fatores de produção acelerou o impulso para a integração monetária. A eliminação dos custos de conversão entre moedas era a única maneira de eliminar as barreiras ocultas que se antepunham aos fluxos econômicos internos, forjando um mercado efetivamente integrado. A eliminação da possibilidade de os países manipularem suas taxas de câmbio era necessária para vencer a oposição protecionista à liberalização do comércio. Essas duas considerações apontavam para a necessidade da adoção de uma moeda única simultaneamente à instituição do mercado unificado. Essa concepção encontrou expressão no *Relatório Delors*, de 1989, e no Tratado de Maastricht, adotado pelo Conselho Europeu em dezembro de 1991.

- A eliminação dos controles de capital foram parte integrante da criação do mercado único. Mas a supressão dos controles dificultou a implementação dos realinhamentos periódicos que aliviavam pressões e restabeleciam o equilíbrio no Sistema Monetário Europeu. Após o início de 1987 não houve mais realinhamentos entre as moedas do ERM. Esse período passou a ser denominado como a fase do "hard SME" [SME inflexível].⁵⁰

- Assim, a mesma dinâmica que intensificou o desejo de estabilidade da moeda eliminou a válvula de segurança que tinha permitido aos membros do ERM operar um sistema de taxas de câmbio relativamente estáveis. Tão logo isso ocorreu, registrou-se uma série de choques a partir de 1990. Uma recessão mundial fez crescerem as taxas de desemprego na Europa; uma queda ainda maior do dólar comprometeu a competitividade européia; e a unificação alemã elevou as taxas de juro em toda a Comunidade Européia.

- Nesse ponto, os líderes políticos nacionais começaram a questionar o projeto de Maastricht para a união monetária. Os

⁵⁰ O ajuste da banda de flutuação da lira em 1990, quando a Itália mudou sua margem de variação de 6% para 2,25%, não envolveu uma mudança no limite inferior de flutuação da lira.

mercados, por seu turno, começaram a duvidar do comprometimento dos líderes políticos em relação à defesa de suas âncoras cambiais no SME. Por fim, as pressões que cresciam no âmbito do SME não puderam ser contidas e toda a estrutura desabou.

Dois marcos ao longo dessa trajetória foram o Relatório Delors em 1989 e o Tratado de Maastricht em 1991. Desde a época da Serpente, os governos franceses demonstravam sua inconformidade com o fato de não serem levados em conta na formulação da política monetária comum européia. Na segunda metade da década de 80 tornara-se evidente que o SME não tinha solucionado esse problema. Em um memorando de 1987 endereçado ao Conselho do ECOFIN (um conselho formado por ministros da Economia e das Finanças dos membros da CE), o ministro das Finanças francês, Édouard Balladur, defendeu a adoção de um novo sistema. "A disciplina imposta pelo mecanismo cambial", escreveu ele, "pode produzir bons resultados quando serve para exercer uma limitação sobre políticas econômicas e monetárias insuficientemente rigorosas. [Mas] ela produz uma situação anormal quando seu efeito é eximir os países cujas políticas são excessivamente restritivas de promover os ajustes necessários".⁵¹ Uma solução para esse problema estaria em uma união monetária governada por um único banco central cujas políticas fossem estabelecidas após ouvidos todos os Estados membros.

Com a presidência da *Comissão Européia* ocupada por Jacques Delors, ex-ministro francês para Assuntos Econômicos, o apelo de Balladur foi acolhido calorosamente em Bruxelas. Mais surpreendente foi o fato de o governo alemão, de modo geral, reagir com simpatia à proposta francesa. Reveladora, porém, foi a reação crucial não do Ministério das Finanças alemão, mas de Hans Dietrich Genscher, o ministro das Relações Exteriores, que expressou estar disposto a considerar a substituição do SME por uma união monetária em troca de uma aceleração no processo de integração européia. A Alemanha desejava não apenas um mercado europeu integrado, no qual pudesse explorar as economias de escala e abrangência, mas também uma integração política mais profunda, no contexto da qual o país pudesse conquistar um papel na política externa. A união monetária era o *quid pro quo*.

A Comissão Delors, formada pelos presidentes dos bancos centrais dos Estados membros da CE, um representante da Comissão da CE e três especia-

⁵¹ Citado em Gros e Thygesen (1991), p. 312.

listas independentes, reuniu-se oito vezes em 1988 e 1989. Seu relatório, como anteriormente o Relatório Werner, defendia a adoção da união monetária dentro de uma década, embora não definisse um prazo explícito para a conclusão do processo. Assim como seu predecessor, a Comissão Delors contemplava uma transição gradual. Mas, enquanto o Relatório Werner tinha recomendado a eliminação dos controles de capital ao final do processo, o Relatório Delors propunha que eles fossem eliminados no início, refletindo a articulação entre a união monetária e o mercado unificado. E o Relatório Delors, numa concessão às realidades políticas, não propunha a cessão das funções fiscais à CE. Em vez disso, ele recomendava a adoção de regras impondo tetos para déficits orçamentários e excluindo a possibilidade de acesso dos governos a créditos e outras formas de financiamento de dinheiro diretamente dos bancos centrais.⁵²

O aspecto mais notável é que a Comissão Delors recomendou a completa centralização da autoridade monetária. Enquanto o Relatório Werner tinha concebido um sistema de bancos centrais nacionais reunidos em uma federação monetária, o Relatório Delors propunha a criação de uma nova entidade, um Banco Central Europeu (ECB), para executar a política monetária comum e para emitir uma moeda europeia única. Os bancos centrais nacionais, como os bancos regionais do Federal Reserve nos Estados Unidos, se tornariam os braços operacionais dos bancos centrais.

Em junho de 1989, o Conselho Europeu aceitou o Relatório Delors e concordou em promover uma conferência intergovernamental para negociar as emendas ao Tratado de Roma necessárias à sua implementação. Novamente, é revelador o fato de que as conferências intergovernamentais, iniciadas em dezembro de 1990 e concluídas em Maastricht um ano mais tarde, assumiram para si a tarefa de implementação tanto da EMU como da união política.

Na esteira do Relatório Delors, o Tratado de Maastricht descreveu a transição a ser executada em estágios. No Estágio I, iniciado em 1990, deveriam ser eliminados os controles de capital.⁵³ Os países membros deveriam fortalecer a independência de seus bancos centrais e cumprir outras condi-

⁵² Comissão para o Estudo da União Econômica e Monetária (1989), p. 30.

⁵³ Alguns países — entre eles Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha — tiveram permissão para manter seus controles após esse prazo. Além disso, durante o Estágio I permitiu-se que outros países readotassem controles por períodos não superiores a seis meses no caso de emergências financeiras. Como veremos na próxima seção, houve países que recorreram a essas provisões na crise do SME em 1992-93.

ções para compatibilizar suas leis domésticas com o tratado. O Estágio II, iniciado em 1994, deveria ser caracterizado pelo aprofundamento da convergência das políticas nacionais e pela criação de uma instituição temporária, o *Instituto Monetário Europeu* (EMI), para estimular a coordenação das políticas macroeconômicas e planejar a transição para a união monetária.⁵⁴ Se durante o Estágio II o Conselho de Ministros decidisse que uma maioria de países tivesse satisfeito as pré-condições, ele poderia recomendar o início do Estágio III, a união monetária. Mas para prevenir uma continuação indefinida do Estágio II, o tratado exigiu que os chefes de Estado ou de governo da UE se reunissem, no máximo, ao final de 1996 para deliberar se uma maioria de Estados membros havia satisfeito as condições para a união monetária, e se deveriam especificar uma data para seu início. Se não fosse definida uma data até o final de 1997, o Estágio III teria início em 1º de janeiro de 1999, ainda que apenas uma minoria de Estados membros cumprisse as condições estipuladas. Quando o Estágio III tivesse início, as taxas de câmbio dos países participantes seriam fixadas irrevogavelmente. O EMI seria substituído pelo ECB, que passaria a executar a política monetária comum.

A Alemanha estava relutante em concordar com esses prazos, e assentiu apenas após obter garantias de que a união monetária seria limitada aos países com um histórico de estabilidade monetária.⁵⁵ Para esse fim, o tratado especificou quatro “critérios de convergência”. Esses critérios exigiam que um país candidato mantivesse sua moeda dentro das bandas de flutuação normal do ERM sem grandes tensões durante pelo menos dois anos imediatamente anteriores à entrada no sistema. Os critérios exigiam dos países que suas taxas de inflação ao longo dos doze meses precedentes não excedessem em mais de 1,5% as taxas de inflação dos três Estados membros com inflação mais baixa. Exigiam, ainda, a redução da dívida e dos déficits públicos para os valores de referência de 60% e 3% do PIB, respectivamen-

⁵⁴ A criação de uma entidade temporária, o Instituto Monetário Europeu, para desempenhar essas funções no Estágio II, a fase de transição, foi um retrocesso em relação ao Relatório Delors, que tinha proposto o estabelecimento do Banco Central Europeu no início do Estágio II, e não simplesmente no começo do Estágio III, da união monetária. Esse compromisso foi assumido em deferência à oposição alemã a qualquer acordo que implicasse a delegação de uma autonomia monetária nacional importante antes da implantação da união monetária plena.

⁵⁵ Essa relutância foi especialmente uma característica do Bundesbank, que manifestava forte oposição a qualquer projeto de transição que implicasse em prazos inflexíveis. Ver Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa e Papadia (1994), p. 14.

te.⁵⁶ Também exigiam a manutenção, durante o ano precedente, de uma taxa de juros nominal de longo prazo que não excedesse em mais de 2% as taxas dos três Estados membros com melhor desempenho em termos de estabilidade de preços.

Em dezembro de 1991, quando as negociações do tratado foram concluídas, parecia que a satisfação dessas condições estava ao alcance da maioria dos Estados membros. Mal sabiam os observadores quão rapidamente a situação iria se alterar.

A CRISE DO SME

A conferência intergovernamental foi concluída com sucesso no mês de dezembro anterior e o Sistema Monetário Europeu entrou em 1992 em meio a uma onda de otimismo. Tinham se passado cinco anos desde o último realinhamento das moedas no ERM. Todos os Estados membros da Comunidade Européia, com exceção da Grécia e de Portugal, estavam participando, e Portugal estava para ser aceito.

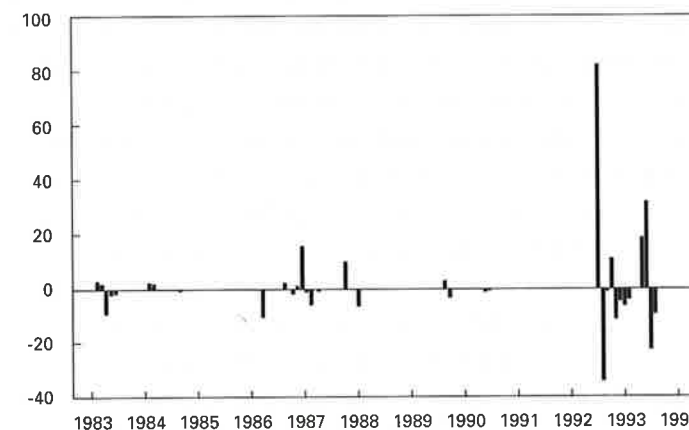
O otimismo de que os condutores do Sistema Monetário Europeu estavam imbuídos tinha sido alimentado pelo sucesso do sistema em superar uma série de choques. O colapso do comércio com a União Soviética afetou gravemente as economias européias (como a da Finlândia) que dependiam de exportações para o Leste. Com o fim da Guerra Fria, era necessária uma infusão de ajuda às economias em transformação na Europa oriental; com isso, sobravam menos recursos para custear os fundos estruturais e outros programas de coesão da CE. A unificação econômica e monetária alemã em 1990 gerou déficits orçamentários, importações de capital e um surto de gastos que exerceram uma pressão ascendente sobre as taxas de juro em todo o continente. A queda do dólar em relação ao marco alemão e a outras moedas do ERM prejudicou ainda mais a competitividade internacional da Europa. O continente, então, entrou em uma de suas mais profundas recessões no período do pós-guerra. E com a conclusão das negociações em Maastricht, o debate público sobre a união monetária se intensificou. No entanto, a despeito dessas turbulências, os países participantes do ERM foram capazes de resistir às pressões para que alterassem suas taxas de câmbio. Os países fora

⁵⁶ Estas últimas condições foram enfraquecidas por diversas ressalvas. Por exemplo, o endividamento e os déficits podem exceder seus valores de referência se isso for considerado consequência de uma conjuntura excepcional e temporária, ou se eles estiverem caindo em direção àqueles valores a um ritmo aceitável.

da CE que seguiam o SME — Áustria, Noruega e Suécia — continuaram a fazê-lo com sucesso.⁵⁷

O plebiscito realizado em 2 de junho na Dinamarca para referendar o Tratado de Maastricht foi o ponto de inflexão. Os dinamarqueses não se opuseram ao Tratado de Maastricht. Se o tratado fosse rejeitado, isso teria enfraquecido o incentivo para que os países mantivessem suas moedas dentro de suas bandas no ERM visando satisfazer as condições para a união monetária; e os países muito endividados, como a Itália, teriam menos razões para reduzir seus déficits. A lira, que tinha permanecido na banda estreita desde 1990, despencou, aproximando-se de seu limite inferior. As três moedas da banda larga (libra esterlina, peseta e escudo) sofreram uma desvalorização.

Gráfico 5.10
Operações do Bundesbank no Sistema Monetário Europeu, 1983-94
(bilhões de marcos alemães)



Fonte: Deutsche Bundesbank, *Relatórios Anuais*, diversos anos. Observação: Os valores positivos denotam intervenções do Bundesbank em defesa de outras moedas do SME.

⁵⁷ A única exceção era a Finlândia, que sofreu o colapso de seu comércio com a União Soviética e uma crise bancária. Em novembro de 1991, o Banco da Finlândia — que atrelou o marco finlandês ao ecu, mas que, por não ser um membro do SME, não recebia a ajuda dada aos países do ERM através das Linhas de Financiamento de Curtíssimo-Prazo — desvalorizou sua moeda em 12%. Apesar disso, a libra esterlina permaneceu firmemente dentro de sua banda de flutuação. O escudo português entrou para o esquema da banda larga em abril. As divergências entre as taxas de câmbio no ERM efetivamente diminuíram, registrando-se uma subida do franco francês a partir do piso de sua banda e uma queda do marco alemão, do franco belga e do florim holandês.

As pressões aumentaram com a aproximação do plebiscito francês sobre o tratado, marcado para 20 de setembro. Em 26 de agosto a libra caiu para seu piso no ERM. A lira caiu abaixo de seu piso dois dias depois. Outros países membros do ERM foram forçados a intervir em defesa de suas moedas. O Bundesbank promoveu grandes intervenções de ajuda a essas moedas (ver gráfico 5.10).

Em 8 de setembro, a ancoragem unilateral do marco finlandês ao ecu foi abandonada. Os negociantes de moedas, sobre os quais chegou-se a dizer que alguns eram incapazes de distinguir a Suécia da Finlândia, voltaram sua atenção para a coroa sueca; ao longo da semana subsequente, o Riksbank foi obrigado a elevar sua taxa marginal de empréstimos para três dígitos. Enquanto isso, a lira permaneceu abaixo de seu piso no ERM. Uma reunião de emergência em 13 de setembro resultou em uma desvalorização de 3,5% na cotação da lira e uma valorização de 3,5% das outras moedas do ERM.

Mas os eventos que as autoridades monetárias européias esperavam que pusessem um fim na crise apenas assinalaram seu início. O primeiro realinhamento descontínuo em cinco anos lembrou aos observadores que mudanças nas taxas de câmbio do SME ainda eram possíveis. As pressões aumentaram na Grã-Bretanha, Espanha, Portugal e Itália (cujo realinhamento, acreditavam muitos observadores, tinha sido demasiadamente pequeno). Apesar de novos aumentos nas taxas de juro e de intervenções nas margens das bandas do SME, esses países sofreram enormes quedas nas reservas. A participação dos britânicos no ERM foi suspensa em 16 de setembro, e os dois aumentos nas taxas de juro assumidos nesse dia foram revertidos. Nessa noite, a Itália anunciou à Comissão Monetária que a inadequação de suas reservas em face das pressões especulativas obrigava o país a deixar a lira flutuar.⁵⁸

Depois que a Itália e a Grã-Bretanha saíram do ERM, o franco francês, a coroa dinamarquesa e a libra irlandesa sofreram pressões. O resultado do plebiscito francês, um estreito "oui", não foi suficiente para dissipar essas pressões. O franco permaneceu pairando pouco acima do piso de sua banda, exigindo que o Banco da França e o Bundesbank promovessem grandes intervenções.⁵⁹ As pressões sobre a Espanha, Portugal e Irlanda levaram os governos desses países a apertar os controles de capital.

Em novembro, a decisão da Suécia de abandonar seu atrelamento unila-

⁵⁸ A comissão também autorizou uma desvalorização de 5% da peseta.

⁵⁹ Afirma-se que 160 bilhões de francos franceses (cerca de US\$ 32 bilhões) foram gastos na defesa da moeda na semana finda em 23 de setembro. Banco para Compensações Internacionais (1993), p. 188.

teral ao ecu — depois que o governo não teve sucesso em conquistar o apoio de todos os partidos às medidas de austeridade —, deu início a outro período de seis meses de instabilidade. O Riksbank tinha sofrido enormes perdas de reservas no curso de sua defesa da coroa; no total, o banco gastou o enorme montante de US\$ 3.500 por cada residente na Suécia!⁶⁰ A Espanha foi obrigada a desvalorizar novamente sua moeda, desta vez em 6%, bem como Portugal, seu vizinho e parceiro de comércio. A Noruega abandonou seu atrelamento ao ecu em 10 de dezembro, e a pressão passou a ser sentida também na Irlanda e na França. Apesar de o franco ter sido defendido com sucesso, isso não ocorreu com a libra irlandesa. Em face da eliminação dos controles pela Irlanda em 1º de janeiro de 1993, a elevação das taxas para patamares de três dígitos no mercado irlandês não se mostrou suficiente.⁶¹ A libra irlandesa foi desvalorizada em 10% em 30 de janeiro. Em maio, a incerteza envolvendo as eleições da primavera na Espanha obrigou a mais uma desvalorização da peseta e do escudo.

Novamente, houve razões para esperar que a conjuntura instável tivesse ficado para trás. Em maio, em um segundo plebiscito, o eleitorado dinamarquês, possivelmente escaldado pelas conseqüências negativas de sua decisão anterior, endossou o Tratado de Maastricht. O Bundesbank baixou suas taxas de redesconto e *Lombarda*, abrandando a pressão sobre seus parceiros no ERM. O franco francês e outras moedas no âmbito do ERM que estavam desvalorizadas registraram altas.

Como a inflação na França estava em nível inferior à da Alemanha, as autoridades francesas, ignorando uma postura de cautela, sugeriram que o franco tinha assumido a função de moeda âncora no âmbito do ERM. Sem se dar conta da fragilidade da posição, elas incentivaram o Banco da França a baixar as taxas de juro na esperança de reduzir o desemprego. O Banco da França reduziu sua taxa de redesconto prevendo que o Bundesbank acompanharia a medida. Mas quando, em 1º de julho, foram anunciados os cortes nas taxas alemãs, eles revelaram-se desapontadoramente pequenos. O ministro da Economia francês então defendeu a realização de uma reunião franco-alemã para coordenar novos cortes nos juros, mas os alemães cance-

⁶⁰ Afirma-se que as perdas de reservas nos seis dias que antecederam a desvalorização totalizaram US\$ 26 bilhões, ou seja, mais do que 10% do PNB da Suécia. Banco para Compensações Internacionais (1993), p. 188.

⁶¹ As dificuldades da Irlanda foram agravadas pela queda da libra esterlina (alimentada por cortes adicionais nas taxas de juro britânicas). Entre 16 de setembro e o final do ano civil, a libra caiu 13% em relação ao marco alemão.

laram seus planos de participação, levando os mercados a inferir que a Alemanha não simpatizava com a iniciativa potencialmente inflacionária proposta pela França. O franco caiu rapidamente na direção de seu piso no ERM, exigindo intervenções do Banco da França e do Bundesbank. As mesmas quedas foram registradas pelo franco belga e pela coroa dinamarquesa. Uma crise generalizada estava para estourar.

O último fim de semana de julho era a derradeira oportunidade para negociar uma reação concertada. Comenta-se ter sido considerada uma gama de alternativas, entre elas a desvalorização do franco (vetada pela França), um realinhamento geral das moedas do ERM (vetado pelos outros países), a flutuação do marco alemão fora do ERM (vetada pelos holandeses) e a obrigatoriedade de os bancos manterem um determinado montante de depósitos em função de suas posições em aberto em moedas estrangeiras (sugerida pela Bélgica, porém vetada pelos outros países). A diversidade dessas propostas indicava a ausência de um diagnóstico consensual para o problema. Na noite de domingo, os ministros e presidentes de bancos centrais reunidos defrontavam-se com a iminente abertura dos mercados financeiros em Tóquio. Na ausência de um consenso sobre o que fazer, eles optaram por alargar as bandas do ERM de 2,25% para 15%. As moedas européias deveriam flutuar com maior liberdade do que lhes tinha sido permitido na era dos valores de paridade, da Serpente e das taxas de câmbio centrais.

COMPREENSÃO DA CRISE

É possível distinguir três explicações para a crise: harmonização inadequada de políticas passadas, harmonização inadequada de políticas futuras e as próprias pressões especulativas.

De acordo com a primeira explicação, alguns países, especialmente a Itália, a Espanha e o Reino Unido, ainda não tinham baixado suas taxas de inflação para patamares inferiores aos de seus parceiros no ERM. O acúmulo de inflação excessiva resultou em valorização exagerada das moedas, agravando os déficits nas contas correntes. Esses problemas foram exacerbados pelo fato de o dólar e o iene estarem subvalorizados. Os negociantes de moedas, por seu turno, entenderam que grandes déficits em conta corrente não poderiam ser financiados indefinidamente. Segundo esse ponto de vista, a decisão de partir para o "hard SME" (SME inflexível) em 1987 fora prematura; os países deveriam ter continuado a ajustar suas taxas centrais conforme necessário para eliminar os desequilíbrios competitivos.⁶²

⁶² Este ponto de vista é apresentado com clareza em Branson (1994) e von Hagen (1994).

Tabela 5.3
Indicadores de modificações cumulativas em competitividade, 1987-ago. 1992
(em porcentagem)

País	Em relação a outros países da CE ^a		Em relação aos países industrializados	
	Preços ao produtor	Unidade de custos de mão-de-obra ^b	Preços ao produtor	Unidade de custos de mão-de-obra ^b
Bélgica	4,0	5,6	1,3	2,7
Dinamarca	3,6	6,4	-0,5	3,8
Alemanha (Occidental)	1,7	0,5	-3,8	-5,5
Grécia	n.d.	n.d.	-10,2	15,6
França	7,9	13,3	3,3	7,2
Irlanda	6,4	35,7	1,3	27,9
Itália	-3,0	-7,0	-6,4	-9,8
Holanda	1,5	5,2	-1,4	1,9
A partir da entrada no ERM ^c — agosto de 1992				
Espanha	-2,1	-7,5	-8,1	13,8
Portugal	n.d.	-4,6	n.d.	-6,9
Reino Unido	-1,7	-0,4	-4,0	8,3

Fonte: Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993a).

^a Exceto a Grécia.

^b Setor de manufatura.

^c Espanha: junho de 1989; Portugal: abril de 1992; Reino Unido: outubro de 1990.

n.d. = não disponível.

Entretanto, os dados não apóiam inequivocamente essa interpretação.⁶³ A tabela 5.3 apresenta as estimativas da própria Comissão de Presidentes de Bancos Centrais da CE de modificações cumulativas na competitividade às

Compreensivelmente, ele foi assumido nos relatos oficiais. Ver Bank for International Settlements (1993), Commission of the European Communities (1993) e Committee of Governors of Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993a, b).

⁶³ Uma das razões pelas quais estes dados não são tão reveladores é que a Europa sofreu um enorme choque assimétrico: a unificação alemã. O aumento no consumo e nos investimentos vinculados à unificação elevou a demanda por mercadorias alemãs. No curto prazo, isto pressionou para cima os preços alemães em relação aos praticados em outros países do ERM. A consequência foi que as taxas de inflação em outros países da Europa não tinham

vésperas da crise de 1992.⁶⁴ Entre os países que participavam do SME desde 1987, apenas a Itália revela uma evidente deterioração de competitividade. Os custos unitários de mão-de-obra italiana aumentaram 7% em relação aos outros países da CE, e 10% em relação aos países industrializados.⁶⁵ O único outro país nesse grupo cujos custos de mão-de-obra cresceram em proporção comparável é a Alemanha, que não sofreu um ataque especulativo. Em outras palavras, não há nada na tabela 5.3 que justifique obviamente os ataques ao franco francês, ao franco belga, à coroa dinamarquesa e à libra irlandesa.⁶⁶

Também não fica evidente, a partir dos dados de custo unitário de mão-de-obra e de preços no atacado, na tabela 5.3, que a libra esterlina estivesse supervalorizada. Seria possível objetar que o problema estava no período anterior à entrada do Reino Unido no ERM, em outubro de 1990.⁶⁷ Não é possível, porém, afirmar com segurança que essa fosse a percepção dos mercados: a taxa da libra para um ano no mercado a termo também permaneceu dentro de sua banda no ERM até apenas algumas semanas antes da crise

apenas de permanecer tão baixas quanto na Alemanha; elas tinham de ser ainda menores. Infelizmente, é impossível saber com precisão para que patamares deveriam cair as taxas de inflação nos demais países. Uma maneira de chegar a uma estimativa é examinar os “ganhos de competitividade”, em cujo cálculo entram os preços relativos. Eichengreen e Wyplosz (1993) consideram a conta corrente do balanço de pagamentos e a lucratividade do setor de manufatura como duas variáveis cujos valores teriam registrado uma piora no caso de um ajustamento inadequado à mudança nas condições competitivas. Somente no caso da Itália ambas as medidas indicam um agravamento no período que antecedeu a crise. No caso espanhol, há uma piora na conta corrente, mas não na lucratividade; para o Reino Unido deu-se o contrário. Outros países cujas moedas foram atacadas — Dinamarca, França e Irlanda, por exemplo — não registraram um agravamento significativo medido através de nenhuma dessas variáveis no período que antecedeu a crise.

⁶⁴ Ela distingue dois indicadores: preços para o produtor e custos unitários do trabalho; e dois grupos de comparação: outros países da CE e todos os países industrializados. Este último deve acusar o efeito da desvalorização do dólar e do iene.

⁶⁵ Embora o segundo parâmetro seja mais alto para a Grécia, esse país ainda não havia aderido ao ERM.

⁶⁶ São menos nítidas as evidências para os três países que entraram no ERM entre junho de 1989 e abril de 1992 — Espanha, Portugal e Reino Unido. Espanha e Portugal experimentaram inflação maior do que seus parceiros mais ricos no ERM, mas isso podia ser esperado de países em rápido crescimento passando a produzir bens com maior valor agregado. Consulte a discussão do efeito Balassa-Samuelson na penúltima seção do cap. 4. Embora países como a Espanha tivessem a possibilidade de registrar maior inflação do que seus parceiros mais industrializados no ERM, pode-se defender a opinião de que o governo Espanhol exagerou.

⁶⁷ Ver Williamson (1993).

Tabela 5.4
Taxas de desemprego, 1987-92^a

País	Percentual de mão-de-obra civil			
	Média 1987-89	1990	1991	1992 ^b
Bélgica	10,0	7,6	7,5	8,2
Dinamarca	6,6	8,1	8,9	9,5
Alemanha (Ocidental) ^c	6,1	4,8	4,2	4,5
Grécia	7,5	7,0	7,7	7,7
Espanha	19,1	16,3	16,3	18,4
França	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlanda	17,0	14,5	16,2	17,8
Itália	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxemburgo	2,1	1,7	1,6	1,9
Holanda	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,6	4,1	4,8
Reino Unido	8,7	7,0	9,1	10,8
CEE				
Média	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersão ^d	2,7	2,6	3,3	3,7
Banda estreita original do ERM				
Média	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersão ^d	2,2	2,2	2,8	2,9
Estados Unidos ^e	5,7	5,5	6,7	7,3
Japão	2,5	2,1	2,1	2,2

Fonte: Eurostat.

^a Definição padronizada.

^b Estimativas.

^c Para 1992, as taxas de desemprego (definição nacional) são: 14,3% para a Alemanha Oriental e 7,7% para a Alemanha como um todo.

^d Desvio padrão ponderado.

^e Percentual da mão-de-obra total.

de setembro. Com efeito, essa é a falha fundamental nas explicações que atribuem a crise à inflação excessiva e à supervalorização das moedas: se os motivos dos ataques tivessem sido os efeitos cumulativos de inflação excessiva e de déficits nas contas correntes, as dúvidas dos mercados deveriam ter se refletido no comportamento das taxas de câmbio a termo e nos diferenciais de juros. Uma vez que a inflação e os déficits são variáveis que evoluem lentamente, seus efeitos deveriam ter se refletido em um movimento gradual das taxas futuras para os bordos das bandas do ERM e no gradual alargamento dos diferenciais de juros. No entanto, essas variáveis não registraram um movimento perceptível até que repentinamente deram um salto às vésperas da

crise.⁶⁸ Até então, elas continuaram a sinalizar taxas de câmbio futuras bem no interior das bandas estabelecidas pelo ERM. Nenhum desses valores sugere que os mercados atribuíssem uma probabilidade significativa à desvalorização até o momento que a antecedeu.⁶⁹

O complemento óbvio a essa ênfase nos desequilíbrios das políticas passadas são as mudanças nas políticas futuras. Os países que vinham adotando políticas de austeridade com o objetivo de manter o equilíbrio externo experimentaram um desemprego crescente. (A tabela 5.4 apresenta as taxas de desemprego nesses países nos anos que antecederam a crise.) O choque da unificação alemã exigiu um aumento dos preços na Alemanha em relação aos praticados em outros países europeus. Enquanto as taxas de câmbio permanecessem fixas, essa mudança nos preços relativos podia ser efetivada apenas com inflação mais rápida na Alemanha ou inflação mais lenta nos demais países. Previsivelmente, o Bundesbank preferiu a segunda alternativa. Ele elevou as taxas de juro para assegurar que o ajuste não ocorresse como resultado de inflação na Alemanha. Portanto, o ajuste somente poderia ocorrer com desinflação no exterior. Tendo em vista a lentidão do ajuste nos mercados de trabalho europeus, desinflação significava desemprego.

Por sua vez, o aumento do desemprego significava um declínio no apoio às políticas de austeridade necessárias para defender as âncoras no ERM. Poderia chegar um momento em que um governo que tivesse abraçado tais políticas seria destituído do poder por um eleitorado insatisfeito, ou que, com o objetivo de eliminar essa possibilidade, as autoridades decidissem abandonar suas políticas restritivas. Prevendo essa eventualidade, os mercados atacaram as moedas dos países que tinham as taxas de desemprego mais altas e os governos mais fracos.⁷⁰ Conforme previsto, há uma correlação entre a incidência da crise e os países com os problemas de desemprego mais graves.

⁶⁸ Uma análise cuidadosa das evidências é apresentada por Rose e Svensson (1994).

⁶⁹ Não devemos exagerar esse ceticismo. Embora os dados não falem com clareza, mesmo assim suas vozes abafadas sugerem que as moedas do ERM não foram atacadas aleatoriamente. A Itália é o único país para o qual as evidências de desequilíbrios competitivos não são ambíguas e a lira foi a primeira moeda do ERM a ser expulsa do sistema. De fato, alguns indicadores sugerem a existência de problemas no Reino Unido, na Espanha e em Portugal; foram esses países do ERM cujas moedas sofreram o ataque seguinte e foram realinhadas ou expulsas do sistema. Entretanto, as evidências de desequilíbrios competitivos não são absolutamente inequívocas, e o fato de outras moedas também terem sofrido ataques sugere que somente essa explicação não basta para explicar os fatos.

⁷⁰ Um modelo formal deste processo é apresentado por Ozkan e Sutherland (1994).

Essa explicação também estabelece um nexo entre comportamento do mercado e a controvérsia envolvendo o Tratado de Maastricht. Se o tratado não fosse ratificado (o que pareceu possível no intervalo entre os plebiscitos na Dinamarca e na França), não valeria a pena um país arcar com o ônus do desemprego como uma forma de demonstrar seu compromisso em participar da união monetária. Não é, portanto, coincidência o fato de que as tensões no câmbio emergiram quando os dinamarqueses rejeitaram o tratado em junho, ou de que elas registraram um pico imediatamente antes do plebiscito na França em 20 de setembro.

Entretanto, essa explicação também não se ajusta bem ao comportamento das taxas de câmbio futuras. Se os observadores consideraram haver uma probabilidade significativa de ocorrer uma mudança para uma política expansionista, por que, então, as taxas a termo de um ano das moedas do ERM que foram atacadas na segunda semana de setembro não saíram de suas bandas no ERM em julho ou agosto? Com exceção da lira italiana, a única moeda do ERM cuja taxa futura caiu para fora de sua banda antes de setembro foi a coroa dinamarquesa — algo não surpreendente, tendo em vista o fato de a Dinamarca não ter referendado o tratado.⁷¹

Isso nos leva ao terceiro fator que poderia ter influenciado em 1992-93: ataques que contribuem, eles mesmos, para criar as circunstâncias que os justificam.⁷² O mecanismo pode ser melhor explicado através do seguinte exemplo.

Suponhamos que o orçamento esteja equilibrado e que as contas externas não estejam desequilibradas, de modo que não há qualquer ameaça de crise no balanço de pagamentos. As autoridades podem manter indefinidamente as políticas correntes e essas políticas darão sustentação à taxa de câmbio na ausência de um ataque. Agora, imaginemos que os especuladores ata-

⁷¹ Novamente, não se deve exagerar esse ceticismo. Evidentemente, uma recessão provocando um aumento nas taxas de desemprego na Europa deixava os governos em posição mais desconfortável. Não resta dúvida de que a recessão intensificou a oposição da opinião pública às políticas de austeridade exigidas para manter a paridade cambial. Apesar disso, não é possível afirmar com segurança se os formuladores de políticas ficaram em posição tão incômoda a ponto de estar dispostos a abandonar suas políticas anteriores ou se o clima no mercado, expresso nas taxas a termo, atribuía uma probabilidade significativa a esse curso para os eventos.

⁷² As contribuições mais originais e influentes a essa literatura estão em Flood e Garber (1984) e Obstfeld (1986). O exemplo a seguir foi extraído de Eichengreen (1994b). Os leitores reconhecerão o paralelo com a interpretação da crise da libra em 1931 desenvolvida no cap. 3.

quem a moeda. As autoridades devem permitir que as taxas de juro domésticas se elevem, para assegurar a defesa da moeda, pois é preciso criar um ambiente onde seja indiferente, para os especuladores, possuir ativos denominados em moeda doméstica, cuja taxa de retorno é a taxa de juros doméstica, ou ativos denominados em moeda estrangeira, cujo rendimento é a taxa de juros estrangeira mais a taxa de depreciação esperada. Mas a necessária elevação nas taxas de juro pode, ela mesma, alterar a avaliação do governo sobre os custos e benefícios da defesa da taxa. As taxas de juro mais elevadas necessárias para defender a moeda reduzirão a absorção e agravarão o desemprego, acentuando também as consequências danosas das políticas vigentes. Elas farão aumentar o peso da dívida de hipotecas, especialmente em países como o Reino Unido, onde as taxas hipotecárias são efetivamente indexadas a taxas de mercado. Elas farão com que os tomadores desses financiamentos fiquem inadimplentes, comprometendo a estabilidade de sistemas bancários frágeis. Elas aumentarão os custos do serviço da dívida e exigirão a adoção de novos impostos que implicarão em distorções. Suportar medidas de austeridade correntes em troca de uma melhoria futura de reputação na defesa da taxa de câmbio pode se tornar menos atraente se um ataque especulativo elevar o custo de execução do primeiro conjunto de políticas. Até mesmo um governo que teria aceito esse sacrifício na ausência de um ataque poderá preferir rejeitá-lo quando submetido a pressões especulativas.

Em tais circunstâncias, um ataque especulativo pode ter sucesso mesmo se em sua ausência a âncora cambial pudesse e tivesse sido mantida indefinidamente. Isto vai contra os modelos padrão de crises de balanço de pagamentos, onde os especuladores instados a agir pelas políticas incoerentes e insustentáveis estão apenas antecipando o inevitável, agindo em antecipação a uma desvalorização que deve, de qualquer forma, ocorrer.⁷³ Neste exemplo, a desvalorização não ocorrerá inevitavelmente; o ataque provoca um desfecho que de outra forma não ocorreria. É um caso de profecia que contribui, ela mesma, para sua própria concretização.

Há motivos para pensar que modelos de crises nos quais a própria expectativa de uma catástrofe faz com que ela venha a ocorrer são aplicáveis ao ERM na década de 90.⁷⁴ Consideremos o leque de opções com que se defrontavam os Estados membros da UE empenhados em satisfazer as con-

⁷³ Ver Krugman (1979).

⁷⁴ Essa tese é defendida por Eichengreen e Wyplosz (1993), Rose e Svensson (1994) e Obstfeld (1996).

dições para participar da união monetária europeia. O Tratado de Maastricht estipula como condição de participação a manutenção da estabilidade cambial durante dois anos imediatamente anteriores à entrada na união. Mesmo se um país estiver com a casa arrumada — com suas finanças domésticas em ordem — e seu governo estiver disposto a sacrificar sua austeridade corrente pelo cumprimento futuro das condições de participação na união monetária, uma crise no mercado de câmbio que o obrigue a desvalorizar sua moeda e abandonar sua taxa no ERM poderá, ainda assim, desqualificá-lo para a participação. E se o país deixar de estar qualificado para a EMU, seu governo não tem vantagens em continuar adotando as políticas exigidas dos países que desejam ser membros da união. O país estará, portanto, inclinado a passar a adotar uma postura monetária e fiscal mais acomodativa. Mesmo que na ausência de um ataque especulativo não haja um problema com os fundamentos econômicos, correntes ou futuros, se um ataque vier a ocorrer, o governo terá um estímulo para modificar sua política numa direção de maior acomodação, confirmando as expectativas dos especuladores. Em outras palavras, o Tratado de Maastricht proporcionou um terreno particularmente fértil para ataques que materializam suas próprias expectativas.

A EXPERIÊNCIA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Assim, em grande parte do mundo industrializado as duas décadas pós-Bretton Woods foram assinaladas por movimentos no sentido da adoção de maior liberdade de flutuação do câmbio. Isso se aplica ao câmbio dólar-ene e dólar-marco alemão; isso vale para as taxas de câmbio intra-europeias após a crise do SME de 1992. A tendência foi uma reação às pressões resultantes do aumento da mobilidade internacional do capital.

O mesmo padrão era evidente no mundo em desenvolvimento. A flutuação não era atraente para os países com mercados financeiros imaturos, onde instabilidades poderiam resultar em níveis elevados de volatilidade nas taxas de câmbio. Ela não era atraente para países em desenvolvimento muito pequenos e muito abertos, onde as flutuações do câmbio poderiam perturbar gravemente a alocação de recursos. A vasta maioria dos países em desenvolvimento, portanto, ancorava suas moedas sob a proteção dos controles de capital.

Ao longo do tempo, tornou-se cada vez mais difícil compatibilizar o câmbio fixo com o esforço para liberalizar os mercados financeiros. Os países em desenvolvimento recorreram a políticas de substituição de importações e de contenção financeira na esteira da Segunda Guerra Mundial. Na América Latina, por exemplo, onde os países sofreram enormemente devido

à depressão da década de 30, constatou-se a necessidade de proteger a economia dos caprichos dos mercados internacionais. Barreiras tarifárias e controles de capital foram empregados para segregar as transações domésticas e internacionais. Controles de preços, *marketing boards* e restrições financeiras foram usados para orientar o desenvolvimento doméstico.⁷⁵ O modelo funcionou suficientemente bem no período imediatamente após a guerra, quando tanto o comércio internacional como os empréstimos internacionais ainda não tinham se recuperado, e um elenco de novas tecnologias proporcionava amplas oportunidades para um *crescimento extensivo*. Com o tempo, porém, as políticas intervencionistas eram cada vez mais apropriadas por grupos de interesses particulares. O volume de comércio e de empréstimos cresceu e a exaustão das oportunidades de crescimento fácil cobrou um preço extra da flexibilidade proporcionada pelo sistema de preços. Já desde a década de 60, os países em desenvolvimento começaram a passar da substituição de importações e repressão financeira para o incentivo a exportações e liberalização do mercado.

As conseqüências não foram diferentes daquelas experimentadas pelos países industrializados: os mercados domésticos foram liberalizados, os fluxos financeiros internacionais tornaram-se mais difíceis de controlar. A manutenção dos controles de capital tornou-se mais onerosa e desestabilizadora. E com o aumento no número de bancos comerciais que concediam empréstimos para os países em desenvolvimento, cresceu o volume dos fluxos internacionais de capital, tornando mais problemático seu gerenciamento. Tornou-se cada vez mais difícil resistir a pressões visando permitir que a moeda valorizasse ao ocorrer surtos de entrada de capital, ou com o objetivo de deixar a taxa de câmbio ser desvalorizada para facilitar ajustes quando o capital deixava o país.

Os maiores países em desenvolvimento eram os que mais se inclinavam a liberar suas taxas de câmbio fixas. Embora 73% dos grandes países em desenvolvimento ainda mantivessem seus câmbios fixos até 1982, em 1991 essa proporção tinha caído para 50%.⁷⁶ No caso dos países pequenos, esses números foram, respectivamente, 97% e 84%. Mesmo nesses países podiam

⁷⁵ A estratégia foi expressa nas publicações da Comissão Econômica da ONU para a América Latina; análises críticas dessa doutrina são apresentadas em Fishlow (1971) e Ground (1988).

⁷⁶ Uma parcela crescente de países que conservaram o câmbio fixo manteve-o atrelado a uma cesta de moedas, e não a uma única moeda. Ver Kenen (1994), p. 528.

ocorrer transformações surpreendentes: por exemplo, Guatemala e Honduras, cujas moedas tinham permanecido atreladas ao dólar norte-americano durante, respectivamente, sessenta anos e mais de setenta anos, romperam esses vínculos em 1986 e 1990. Raras moedas permaneceram em livre flutuação; os governos preocupados com a volatilidade resultante de mercados rarefeitos administravam pesadamente suas taxas de câmbio.

A diversidade da experiência dos países em desenvolvimento gerou um debate em torno da eficácia de políticas alternativas. Os países que mantiveram esquemas de câmbio fixo durante todo o período registraram taxas de inflação relativamente baixas, diferentemente dos países que mantiveram esquemas de câmbio flexível durante o período e daqueles que migraram do câmbio fixo para o flutuante.⁷⁷ Em conseqüência, argumentava-se, o câmbio fixo impunha disciplina sobre as autoridades, obrigando-as a conter as tendências inflacionárias. A falha óbvia nesse raciocínio era o fato de que a relação de causa e efeito podia ocorrer no sentido inverso: o que ocorria não era que o câmbio fixo impusesse uma disciplina antiinflacionária, mas sim o fato de que os governos em condições de praticar políticas de estabilidade de preços por razões independentes estavam em condições mais favoráveis para manter paridades constantes.

Sebastian Edwards examinou essa questão em detalhes, analisando os determinantes de inflação para diversos países em desenvolvimento e levando em conta uma ampla diversidade de fatores além da taxa de câmbio.⁷⁸ Seus resultados sugerem que o câmbio fixo proporcionou uma disciplina antiinflacionária adicional mesmo quando outros possíveis determinantes de inflação são levados em conta.

Essas evidências sugerem que uma taxa fixa é particularmente atraente para governos que desejem controlar uma inflação elevada. O câmbio fixo pode deter o componente inflacionário dos produtos importados e reduzir enormemente a taxa de inflação. Isso permite restabelecer a ordem no sistema tributário e uma avaliação da adequação das medidas fiscais e monetárias do governo. Não é surpreendente, portanto, que a adoção de taxas de câmbio fixas tenha sido um elemento integrante de programas de estabilização "heterodoxos" na América Latina, Europa oriental e em outras regiões do mundo em desenvolvimento.

⁷⁷ Kenen (1993) apresenta dados e um aprofundamento da discussão.

⁷⁸ Ver Edwards (1993).

Mas a utilização de um câmbio fixo como âncora nominal em um programa de estabilização tem seus custos. A inflação doméstica ainda assim necessita de tempo para cair, o que pode levar a uma supervalorização real. Com a ampliação do déficit nas contas correntes, o câmbio fixo e o próprio programa de estabilização podem desmoronar. Um câmbio fixo só dá suporte à credibilidade antiinflacionária de fato se o governo assumir um compromisso sério em relação à sua manutenção; por essa razão, a fixação de uma taxa unicamente com a finalidade de acompanhar a transição para uma estabilidade de preços poderá se tornar um beco sem saída, aumentando a fragilidade financeira e expondo o país a riscos de uma crise especulativa. Inversamente, países que anunciam sua intenção de abandonar seu câmbio fixo temporário podem descobrir que este proporciona baixa credibilidade antiinflacionária.

Uma resposta extrema para esse dilema — e uma política que tem conquistado adeptos nos últimos anos — é a instituição de uma *diretoria da moeda* (“currency board”). Nesse caso, um país adota uma legislação específica ou uma emenda constitucional exigindo que o banco central ou o governo atrele a moeda nacional à de um parceiro de comércio. Essa abordagem é implementada ao se permitir que a autoridade monetária emita determinado montante de moeda doméstica apenas quando ocorrerem entradas da divisa estrangeira em valor equivalente. Uma vez que alterar a lei ou a constituição requer um esforço político formidável, haverá chances relativamente pequenas de que a taxa cambial venha a ser abandonada. A consciência dessa realidade deve acelerar o ajustamento de produtores e consumidores ao novo regime de estabilidade de preços, contendo a inflação e minimizando os problemas de supervalorização da moeda que normalmente surgem imediatamente após o estabelecimento de um câmbio fixo.

“Currency boards” foram adotados em economias pequenas e abertas, como em Hong Kong, nas Bermudas e Ilhas Caimã, e em países em desenvolvimento menos abertos ao comércio, como a Nigéria e a África oriental britânica. Eles funcionaram na Irlanda de 1928 a 1943 e na Jordânia desde 1927 até 1964.⁷⁹ Um esquema semelhante ao de um “currency board” foi estabelecido pela Argentina em 1991 como parte de sua tentativa para interromper uma série de anos de inflação elevada, pela Estônia em 1992 para prevenir o surgimento de problemas análogos e pela Lituânia em 1994.

⁷⁹ Uma lista abrangente de exemplos de “currency boards” é apresentada no Apêndice C em Hanke, Jonung e Schuler (1993).

A semelhança entre os “currency boards” e o padrão ouro é notável. No cenário do padrão ouro, seu estatuto autorizava os bancos centrais a emitir mais moeda apenas mediante a aquisição de ouro ou, às vezes, de divisas conversíveis; no caso do “currency board” as regras são similares, exceto pelo fato de não haver uma cláusula referente ao ouro. No cenário do padrão ouro, a manutenção de um preço doméstico fixo para o ouro resultava em uma taxa de câmbio fixa; com o “currency board”, a moeda doméstica é atrelada diretamente à moeda estrangeira.

Além disso, a fragilidade do sistema de “currency board” é a mesma do padrão ouro: margem limitada para intervenções de um prestador de última instância. A autoridade monetária fica de mãos atadas no caso de falências de bancos e, no pior dos casos, na eventualidade de um colapso do sistema bancário. A menos que ela disponha de um excedente de reservas, a autoridade monetária é impedida de injetar liquidez no sistema financeiro doméstico. E mesmo se ela dispuser de um excedente de reservas suficiente que lhe permita promover uma intervenção como prestador de última instância, essa ação poderá ser contraproducente. Os investidores, ao verem o “currency board” emitindo crédito sem adquirir divisas estrangeiras, poderão concluir que as autoridades políticas atribuem uma prioridade maior à estabilidade do sistema bancário do que ao câmbio fixo. A reação dos investidores será levar seus recursos financeiros para fora do país, em antecipação a uma possível desvalorização e a um abandono do sistema de “currency board”, drenando liquidez do sistema financeiro mais rapidamente do que as autoridades poderiam repor. Em um país com um “currency board”, assim como no cenário do padrão ouro, poderá não existir uma resposta eficaz para a crise financeira.⁸⁰

Em certo sentido, evidentemente, essa é a razão para adotar um “currency board”, o que reflete uma decisão de sacrificar a flexibilidade em troca de credibilidade. Mas a rigidez que é o ponto forte do “currency board” é também seu ponto fraco. Uma crise financeira que provoque o colapso do sistema bancário pode incitar oposição ao próprio “currency board”. Antecipando-se a isso, o governo poderá abandonar seu “currency board” por temor de que o sistema bancário e as atividades econômicas sejam ameaçados.

Esse problema é mais grave em alguns países do que em outros. Em um país pequeno, com um número limitado de instituições financeiras e com um sistema bancário concentrado, é possível articular operações salva-vidas nas

⁸⁰ Essa análise é detalhada por Zaragaza (1995).

quais os bancos mais fortes socorrem os mais fracos. Nas nações onde os bancos domésticos são afiliados a instituições financeiras estrangeiras, eles podem recorrer a ajuda externa.

Por essas razões, os "currency boards" funcionaram com sucesso durante períodos relativamente longos nas Bermudas, nas Ilhas Caimã e em Hong Kong. Na Argentina, entretanto, não encontramos nenhuma dessas condições. Em 1995, quando uma crise financeira no México interrompeu os fluxos de capital para outros países da América Latina, o sistema financeiro argentino foi ameaçado de colapso. Somente com um empréstimo internacional de US\$ 8 bilhões organizado pelo FMI, usado em parte para lastrear um esquema de seguro dos depósitos e recapitalizar o sistema bancário, a crise foi superada.

Outra resposta para o problema consiste em os países fixarem seu câmbio coletivamente, em vez de fazê-lo unilateralmente. A única experiência notável dessa abordagem é o franco da CFA.⁸¹ Os treze países membros compartilham dois bancos centrais: sete nações utilizam o Banco Central dos Estados da África ocidental, ao passo que as outras seis usam o Banco dos Estados da África central. Os dois bancos centrais emitem moedas equivalentes, ambas denominadas franco CFA, que são atreladas ao franco francês. Esse atrelamento permaneceu inalterado durante 46 anos, antes de as moedas da zona do franco CFA terem sido desvalorizadas em relação ao franco francês em 1994. Dessa maneira, os membros dessas uniões monetárias não somente gozavam de uma estabilidade de suas moedas uns em relação aos outros, como também mantiveram por longo tempo uma taxa de câmbio estável frente à moeda da antiga potência colonial.

Os países da zona do franco sofreram uma acentuada deterioração em seus termos de troca na segunda metade da década de 80, quando o preço do cacau e do algodão caíram. Apesar disso, em nenhum momento eles deixaram de viver com uma inflação mais baixa que a de seus países vizinhos cujas moedas eram mantidas em flutuação independente (Gâmbia, Gana, Nigéria, Serra Leoa e Zaire) e que a dos países próximos que praticavam uma política de flutuações administradas (Guiné-Bissau e Mauritânia); além disso, o desempenho do setor produtivo na zona do franco CFA não foi nitidamente inferior.

Duas circunstâncias especiais desempenharam um papel na estabilidade da taxa de câmbio do franco CFA em relação ao franco francês. Primei-

⁸¹ CFA é a sigla para Communauté Financière Africaine. Uma referência básica sobre a economia da zona do franco CFA é Boughton (1993).

ro, todos os países membros mantinham restrições sobre os pagamentos de transações na conta de capital e diversos deles mantinham restrições limitadas sobre os pagamentos de transações em conta corrente. Neste caso, como em outros países, os controles de capital parecem ter estado associados à viabilidade do câmbio fixo. Segundo, os países do franco CFA receberam amplo apoio do governo francês. Além da ajuda externa (sendo a França o maior doador bilateral para suas antigas colônias), eles eram beneficiados por financiamentos praticamente ilimitados para equilibrar seus balanços de pagamentos. A França assegurava a conversibilidade do franco CFA em sua paridade fixa ao permitir que os dois bancos centrais regionais fizessem saques a descoberto ilimitados de suas contas junto ao Tesouro francês.

Vale observar o contraste com o SME. Enquanto as paridades cambiais intra-europeias tiveram de ser mudadas a intervalos de poucos anos, o vínculo entre o franco francês e o franco CFA permaneceu inalterado durante quase meio século. Embora o apoio ilimitado não tenha sido explicitamente oferecido pelo Ato de Fundação do SME, esse apoio foi proporcionado pelo Tesouro francês aos membros da zona do franco CFA. A diferença pode ser atribuída à credibilidade do compromisso dos países da zona do franco em se ajustar, o que assegurava à França que suas obrigações financeiras seriam, em última instância, limitadas. Os dois bancos centrais eram obrigados a apertar suas políticas monetárias quando faziam saques a descoberto. A França podia permanecer confiante em que os ajustes seriam feitos em virtude da dimensão da ajuda externa bilateral por ela prestada, que os países beneficiários não podiam se dar ao luxo de colocar em risco.

Na década de 90, os mesmos fatores que desestabilizaram o câmbio fixo em outras regiões do mundo — a crescente dificuldade de conter os movimentos internacionais de capital e a natureza cada vez mais controversa das políticas governamentais — forçaram uma desvalorização do franco CFA. Apesar dos déficits persistentes, os dois bancos centrais africanos hesitavam em promover o grau necessário de aperto em suas políticas monetárias. As duras restrições ao crédito ameaçavam desestabilizar os sistemas bancários já debilitados pelas consequências do colapso nos preços das "commodities". Politicamente, isso custava muito caro aos governos desses países, deixando-os relutantes em promover um aperto monetário. E os cortes salariais draconianos provocaram a deflagração de greves gerais na República dos Camarões e em outros países da zona do franco, fazendo com que as autoridades cedessem. Na ausência de ajustes, o governo da França deixou claro haver limites à ajuda financeira que ele estava disposto a prestar. Em troca da manutenção de sua ajuda, os franceses exigiram que os ajustes fossem feitos em

parte através de uma desvalorização. Assim, o franco CFA foi desvalorizado em 50% em relação ao franco francês no início de 1994.

A CRISE ASIÁTICA

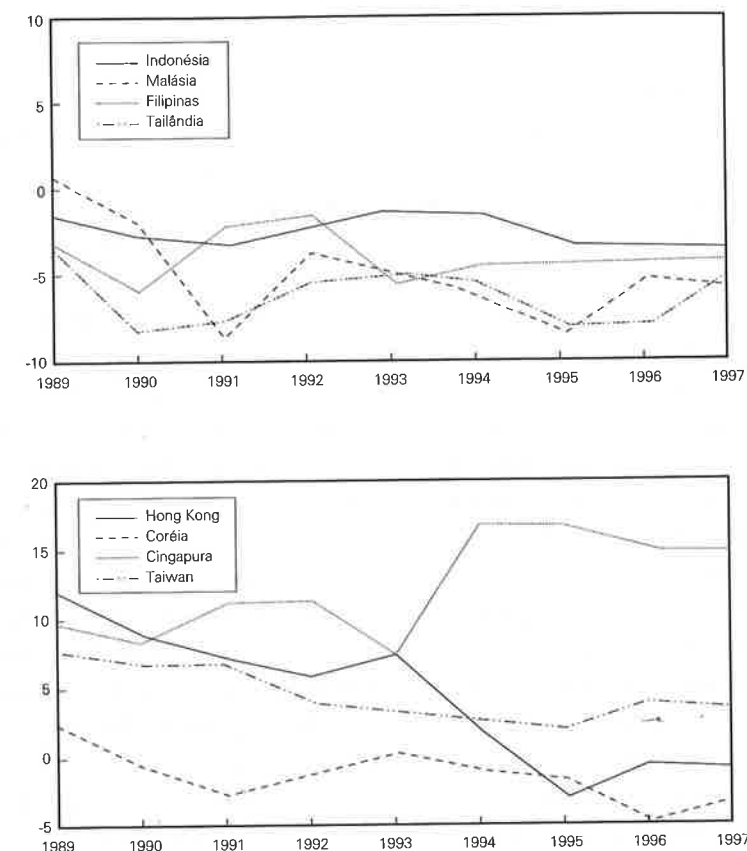
A Ásia das altas taxas de crescimento foi a região que por muito tempo pareceu a que melhor se insulara dessa volatilidade. A situação mudou em 1997, e com uma vingança. O fato de a Ásia, aparentemente o último baluarte da estabilidade, sucumbir aos problemas cambiais que afligiam o resto do mundo ressaltou a universalidade das pressões em curso pela transformação do sistema monetário internacional.

A crise asiática foi tão chocante por ter ocorrido sobre o pano de fundo de condições econômicas e financeiras favoráveis. Suas políticas monetárias e fiscais eram em geral bem equilibradas. Os tigres asiáticos não ostentavam nem os enormes déficits fiscais, nem a inflação persistente característicos de outros países em desenvolvimento propensos a crises. Seu crescimento rápido fora alimentado pelo expressivo crescimento das exportações, o qual minimizou as pressões sobre o balanço de pagamentos tão deletérias em outras partes. Sua performance admirável persistiu até os anos 1990. Entre 1992 e 1995, a economia chinesa cresceu a taxas de dois dígitos. Indonésia, Malásia, Cingapura, Coreia do Sul e Tailândia, todos cresceram a taxas superiores a 7% ao ano. Em 1994-95, as exportações da Malásia, Filipinas, Cingapura e Tailândia cresceram 30% entre um ano e outro, um cifra estonteante.

Igualmente impressionante foi a tranqüila recuperação dos influxos de capitais após a crise mexicana. Em 1996, os influxos líquidos de capitais privados chegaram a 5% do PIB na Coreia, 6% na Indonésia, 9% na Tailândia e 10% nas Filipinas. A contrapartida eram os déficits na conta de transações correntes (ver gráfico 5.11).

O desempenho econômico admirável da Ásia era uma evidente atração para os investidores estrangeiros, mas o fato de o capital fluir em grande quantidade mesmo para países problemáticos como as Filipinas indicava que havia outros fatores em ação. Entre eles destacou-se o baixo nível das taxas de juros nos principais centros financeiros, o que estimulou uma busca pela rentabilidade. Os custos de emprestar em iene caíram a níveis sem precedentes, em razão de condições financeiras deprimidas no Japão, e os juros efetivos dos investimentos em títulos americanos haviam sido deprimidos pela alta do mercado de ações. Eles tomaram em iene e dólar e investiram em papéis asiáticos de elevada rentabilidade. O fato de que as moedas asiáticas eram fixadas em relação a uma cesta de moedas na qual o dólar detinha o maior peso minimizava o risco de que o lucro desses investimentos fosse varrido por

Figura 5.11
Algumas economias asiáticas: conta de transações correntes
(em porcentagem do PIB)



Fonte: Fundo Monetário Internacional.

movimentos nas taxas de câmbio. E o fato de os governos asiáticos há muito usarem seus bancos como instrumentos de desenvolvimento econômico, canalizando recursos a indústrias favorecidas, os obrigava, em troca, a estender generoso apoio público aos mesmos bancos. Os investidores estrangeiros emprestaram extensivamente a bancos asiáticos, na crença de que se permitiria que estes falissem.

Esta feliz situação foi perturbada por uma série de choques. As taxas de longo prazo do Japão subiram de 2% para 2,5% na primavera de 1997, quando as perspectivas da economia japonesa ficaram temporariamente bri-

lhantes. O dólar subiu em relação ao iene, criando problemas de competitividade para as economias asiáticas em cujas cestas de moedas que orientavam sua política cambial a moeda americana tinha ponderação predominante. O crescimento das exportações estagnou-se, refletindo a desaceleração na Europa, a concorrência chinesa mais intensa e a correção dos estoques da indústria de bens de consumo eletrônicos.

Os investidores não desconheciam tais tendências. A quebra do Bangkok Bank of Commerce, em meados de 1966, serviu como sinal de alerta para os problemas pendentes e anuviou a estabilidade dos sistemas bancários asiáticos. Como a Tailândia mostrara os problemas mais graves de sobrevalorização, bancos locais e internacionais começaram a desfazer suas posições vendidas nos papéis de renda fixa tailandeses. A Bolsa de Bangkok caiu ininterruptamente desde meados de 1996. A moeda tailandesa, o baht, ficou sob crescente pressão.

A crise tailandesa era previsível e foi amplamente prevista. Irrompeu no verão de 1997, quando então o banco central tailandês havia exaurido suas reservas internacionais. O país foi forçado a deixar a moeda flutuar no início de julho. O que não se previu foi a violência com que a crise se espalharia pelos países vizinhos. Depois que as autoridades tailandesas permitiram ao baht flutuar, as pressões especulativas vazaram para as Filipinas, refletindo a dependência vital do país para com os influxos de capital e seu câmbio relativamente rígido atrelado ao dólar. Quando as autoridades Filipinas deixaram o peso flutuar (dez dias depois do baht), a pressão desviou-se para a Indonésia e a Malásia, com os investidores receando que problemas semelhantes se ocultassem também nos sistemas financeiro e empresarial desses países. Jacarta e Kuala Lumpur reagiram permitindo a flutuação de suas moedas para seguirem a queda do baht. O dólar de Hong Kong resistiu a um ataque especulativo, mas a decisão das autoridades de Formosa de permitir, preventivamente, a queda de seu novo dólar, em outubro, lembrou aos investidores que nenhum câmbio fixo estava seguro. Conseqüentemente, aumentou a especulação ante o won coreano e a rúpia da Indonésia. Na Coreia, eleições iminentes e a incerteza sobre a composição e intenções do novo governo trabalharam para intranquilizar ainda mais os investidores. As autoridades de Seul foram obrigadas a ceder à pressão ampliando a banda de flutuação da moeda de 4,5% a 20% em novembro. E a queda contínua do won aumentou as preocupações com outras moedas, como a rúpia.

A crise na 11ª maior economia do mundo foi controlada somente quando, em dezembro, um novo governo foi eleito, dispondo-se a implementar as recomendações do FMI para que bancos e empresas insolventes fossem fe-

chados, e quando os governos do G-7 convenceram bancos internacionais que haviam facilitado empréstimos de curto prazo à Coreia a renovar tais créditos, dando tempo ao novo governo de iniciar as reformas. O contraste com a Indonésia, cujo governo foi incapaz de mostrar a mesma resolução, era menos tranquilizador, e a hemorrhagia de capitais prosseguiu nesse país. Tais problemas culminaram com uma corrida ao sistema bancário — residentes trocaram os depósitos por moeda numa rapidez tão grande que o governo praticamente não conseguia imprimir dinheiro na velocidade suficiente para satisfazer a demanda, apesar de a casa da moeda trabalhar 24 horas por dia — e a declaração de uma moratória efetiva da dívida em 27 de janeiro. Enquanto escrevo, a crise na Indonésia não dá sinais de arrefecer.

Sir Walter Raleigh escreveu que aqueles que seguem muito de perto os calcanhares da História correm o risco de levar um pontapé nos dentes. Com tal observação em mente, três importantes lições da crise asiática são claras. Primeira: países com sistemas bancários fracos são particularmente propensos a crises cambiais. Na raiz da crise asiática estava a manipulação dos sistemas financeiros por parte dos governos, a fim de promover suas estratégias de desenvolvimento nacional. O que atou seus bancos a empréstimos economicamente inviáveis e levou as autoridades a os avalizar como contrapartida. Os investidores estrangeiros, acreditando que a boa fé e o crédito do governo estavam por trás dos depósitos bancários, não puderam resistir às altas taxas de juros oferecidas pelas instituições financeiras regionais. Quando a crise revelou a fraqueza dessas instituições e a incapacidade do próprio governo central de as sustentar, os investidores brigaram pelas saídas.⁸² Tal situação, por sua vez, enfraqueceu a taxa de câmbio. Assim, a crise bancária e a crise cambial alimentaram uma à outra numa espiral viciosa. A este respeito, comentaristas foram corretos em comparar as crises da Tailândia e da Coreia de 1997 à crise do banco austríaco Credit Anstalt em 1931.

Segunda: a crise asiática fornece ainda outra lembrança da velocidade e extensão do contágio. A crise tailandesa pode ter sido prevista, mas não as

⁸² Krugman (1998) oferece um modelo deste processo, que caracteriza como uma alternativa aos modelos de ataques tanto daqueles calcados em fundamentos econômicos, quando daqueles das profecias que se autocumprem. De fato, seu modelo é prontamente interpretado em termos de ataques que se autocumprem: o que o faz funcionar é a suposição de que o governo pode resgatar os bancos só uma vez. Se, por qualquer razão, há uma fuga de capitais, obrigando o governo a salvar os bancos, significa que o último, subseqüentemente, deve se sustentar sozinho. O risco de investir no país torna-se correspondentemente maior e o nível de investimento estrangeiro regular é correspondentemente menor, validando a fuga de capitais que precipitou a crise.

de seus vizinhos. A desvalorização competitiva foi um canal de transmissão, porém a Tailândia era muito pequena para que a nova competitividade de suas exportações desestabilizasse toda uma região. O fato de que os bancos coreanos deram empréstimos a companhias indonésias forneceu outra ligação, assim como os empréstimos de bancos alemães à Áustria facilitaram a disseminação da crise de 1931. Mas, certamente, o mais importante foi a revisão geral das percepções do modelo asiático. A crise tailandesa lembrou aos investidores que taxas cambiais fixas podem mudar e que bancos podem quebrar. Se isso valia para a Tailândia, também valeria para outros países. Então, seria sensato reduzir a exposição financeira à região.

Terceira: a crise asiática mais uma vez ilustra as pressões em favor de maior flexibilidade cambial. Como os países asiáticos passaram do estágio de crescimento extensivo — onde o problema de política econômica é mobilizar poupança e recursos no maior volume possível de investimento físico — para o estágio de crescimento intensivo — onde o desenvolvimento requer inovação, produtividade, crescimento e capital de risco —, os países da região não têm outra escolha senão liberalizar seus sistemas financeiros. E com a liberalização financeira doméstica vem a inevitável ampliação da mobilidade do capital, salientando a fragilidade das paridades fixas. Com o descontrole dos sistemas bancários, a necessidade de um emprestador de última instância doméstico torna-se mais premente, obrigando governos a escolher entre estabilizar o sistema bancário e estabilizar a taxa de câmbio. E com a democratização, a habilidade dos governos de subordinar outros objetivos de política econômica à estabilização da taxa de câmbio torna-se coisa do passado.⁸³ Por todas essas razões, na Ásia, como em outras partes do mundo, a maior flexibilidade da taxa de câmbio com quase toda a certeza está aí para ficar.

CONCLUSÕES

O quarto de século que se seguiu ao desmoronamento do Sistema de Bretton Woods trouxe ambições frustradas e concessões penosas. Os esfor-

⁸³ A defesa da caixa de conversão de Hong Kong serve de contra-exemplo. O fato de que Hong Kong não chega a ser uma democracia normal deixa suas autoridades em condições extraordinariamente fortes de perseguir a estabilidade cambial, em detrimento de outros objetivos. O fato de que os bancos são de tal forma internacionalizados significa que muitos têm seus próprios emprestadores de última instância, nomeadamente, a matriz estrangeira, liberando o governo da pressão de abandonar a estabilidade cambial a fim de agir como emprestador de última instância.

ços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis fracassaram repetidas vezes. A raiz do fracasso está na inelutável escalada na mobilidade do capital internacional, que fragilizou as âncoras cambiais e dificultou os ajustes periódicos. A mobilidade do capital aumentou a pressão sobre os países de moedas fracas que procuravam defender suas âncoras. Essa mobilidade intensificou a relutância das nações de moedas fortes em oferecer ajuda, em vista da magnitude sem precedentes das operações de intervenção necessárias. Um número crescente de governos se viu forçado a praticar um câmbio flutuante.

Muitos não gostaram nem um pouco desse quadro. As economias dos países em desenvolvimento com mercados financeiros rarefeitos acharam difícil resistir às consequências das oscilações voláteis da taxa de câmbio. A flutuação das moedas prejudicou os esforços dos membros da Comunidade Européia para forjar um mercado europeu integrado. Até mesmo os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão perderam a fé na capacidade dos mercados de levar suas taxas de câmbio bilaterais para níveis adequados na ausência de intervenções nos mercados de câmbio.

Essa insatisfação com a livre flutuação do câmbio estimulou várias medidas parciais para limitar as flutuações das moedas. Mas se houve uma lição comum resultante das propostas de Shultz-Volcker para ampliar Bretton Woods com um sistema de indicadores de reservas, da Serpente européia da década de 70, do Sistema Monetário Europeu e do regime de intervenções coordenadas estabelecido nos encontros Plaza-Louvre, essa lição foi a percepção de que medidas limitadas não terão sucesso num mundo de mobilidade ilimitada do capital. Num mundo de alta mobilidade do capital, o câmbio fixo exige um tipo de reformas radicais que os governos compreensivelmente relutam em adotar, mesmo na Europa, onde mais de quarenta anos de progresso rumo à integração política e econômica vêm preparando o terreno.