



Documentos de trabalho

1999

nº 2

Margarida Abreu

**A NATUREZA DAS CRISES CAMBIAIS
DO ESCUDO ENTRE 1992 E 1995**

L 360

99

A NATUREZA DAS CRISES CAMBIAIS DO ESCUDO ENTRE 1992 E 1995

Margarida Abreu

ABSTRACT

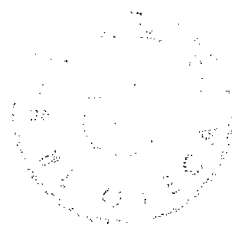
This paper studies the various Portuguese escudo exchange rate crises during the period 1992-95. Were they the result of the market evaluation of the fundamentals of the Portuguese economy? Were they the outcome of the expected political changes? Or, to the contrary, can we suggest self-fulfilling crises?

After a general introduction, the paper starts with an estimation of the exchange rate policy credibility *a la Svensson* and a brief description of the escudo exchange rate crises. The paper then presents different theoretical explanations for speculative attacks, paying special attention to the new formalisations of the behaviour of market agents. We conclude with some normative remarks concerning the Portuguese exchange rate crises.

RESUMO

O trabalho propõe uma reflexão sobre a natureza das crises cambiais do escudo entre 1992 e 1995. Constituirão elas a manifestação de um julgamento dos mercados sobre os dados fundamentais da economia e por consequência uma sanção da política governamental? Serão o resultado de uma antecipação de alteração de política? Ou devemos admitir a possibilidade de processos auto-referenciais quanto á formação da opinião de mercado, isto é, a possibilidade que pontos de vista naturalmente heterogéneos e temporalmente incoerentes se possam rapidamente homogeneizar sobre a influência de alguns acontecimentos e conduzir a um ataque especulativo?

Depois de uma breve introdução o trabalho apresenta uma estimação da credibilidade da política cambial *a la Svensson* e uma breve descrição das crises cambiais do escudo. De seguida são apresentadas diferentes contribuições teóricas para a explicação dos ataques especulativos sublinhando o interesse das investigações recentes sobre o comportamento dos agentes no mercado financeiro. O trabalho termina com algumas considerações normativas sobre as crises do escudo á luz da teoria dos ataques especulativos.



1. Introdução

A opção política de adesão à Comunidade Europeia em Janeiro de 1986 condicionou profundamente as escolhas em termos de política económica e a *performance* da economia portuguesa nos últimos 15 anos. Face ao objectivo nacional último de participação na moeda única e tendo em conta a estratégia de convergência que a Europa se definiu no seu todo, Portugal foi forçado a um esforço de convergência nominal que não poderia deixar de ter consequências na *performance* real da economia, isto é no seu crescimento real, e por consequência em todas as variáveis que deste dependem.

Acompanhando o processo de abertura da economia, a partir de 1986 a política monetária passa progressivamente de um controlo directo (*plafonds* de crédito e fixação administrativa das taxas de juro) para um controlo indirecto (via influência das taxas de juro nos mercados monetários), enquanto que a política cambial, principal instrumento de uma política económica até então orientada para o crescimento, deixa de garantir a competitividade preço da economia. A taxa de depreciação nominal do escudo vai sendo progressivamente reduzida, compensando cada vez menos o diferencial de inflação desfavorável ao país.

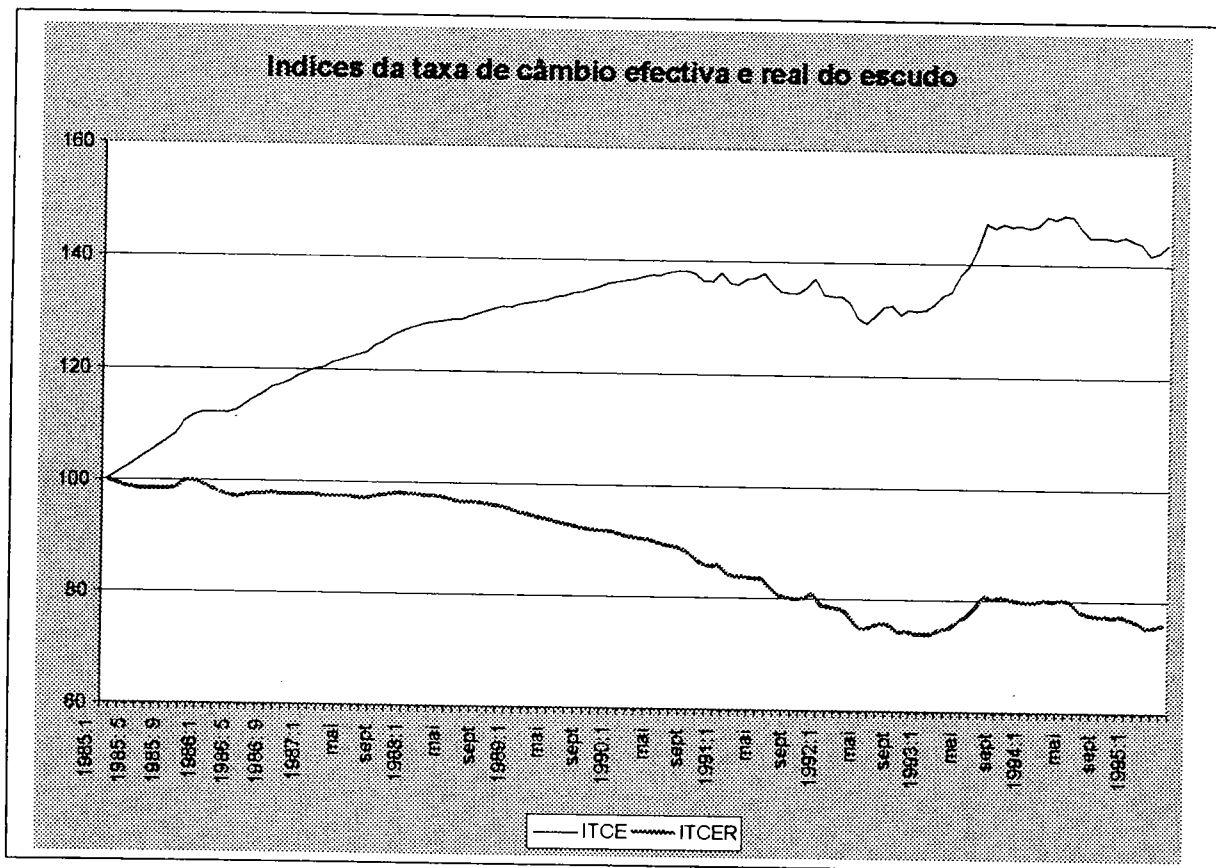
Durante os primeiros anos que se seguiram à adesão, a *performance* da economia portuguesa foi assinalável. Portugal experimentou então o seu mais longo e intenso período de crescimento desde a Revolução, o que permitiu à economia nacional uma assinalável convergência real em relação aos países da CEE. Entre 1986 e 1990, a taxa média de crescimento anual do PIB em volume foi de 4 ½ %, o que permitiu um crescimento acumulado, durante esses 5 anos de 28,2%, ultrapassando em mais de 50% o crescimento

* Agradeço a Michel Aglietta as numerosas e sugestivas discussões que antecederam este trabalho. Todos os erros e omissões permanecem da minha inteira responsabilidade.

** Professora Auxiliar no ISEG, investigadora no CISEP.

médio comunitário (de 18,2% no mesmo período), e assegurando assim à economia portuguesa um notável período de convergência real.

Gráfico 1



Uma transformação importante tem lugar no final dos anos 80 no que diz respeito à hierarquia de objectivos da política económica seguida em Portugal. No espírito do Plano Delors e sobre a pressão da adesão da Espanha ao mecanismo de taxas de câmbio (MTC) do SME (Agosto de 1989), as autoridades portuguesas atribuem uma importância crescente à redução da inflação, condição essencial para a integração do escudo no MTC. Assim, em 1990, termina a política de *crawling peg* e a política monetária toma um cariz restritivo. À semelhança da orientação seguida pelos países europeus com características semelhantes (Espanha e Itália), Portugal enveredava então por uma estratégia de desinflação competitiva. Por intermédio da ancoragem nominal da taxa de câmbio ao marco, as autoridades nacionais procuravam, por um lado induzir um processo desinflacionista por contracção da procura interna e, por outro lado, forçar as empresas a procurarem ganhos de competitividade através de uma contracção dos custos salariais. Portugal escolhia assim uma estratégia de integração

arriscada, que implicava forçosamente custos pelo menos transitórios em termos de crescimento e fortemente dependente da estabilidade da taxa de câmbio e por consequência da credibilidade do compromisso cambial.

Apesar da deterioração da envolvente externa (O início dos anos 90 ficaram marcados pela unificação alemã, pela recessão generalizada na Europa num clima de deflação mundial e pela crise do SME) a orientação em termos de política económica não sofreu nenhuma alteração qualitativa, nem mesmo depois do alargamento das margens de flutuação, decidido em Agosto de 1993, no rescaldo da crise do SME, o qual teria permitido uma flexibilização da gestão cambial.

Como resultado da nova orientação política, a taxa de câmbio nominal do escudo começa por estabilizar relativamente às moedas do SME (durante o ano de 1990), depois aprecia-se, entre janeiro de 1991 e agosto de 1992. Sendo dado o diferencial de inflação entre Portugal e a média comunitária, a política cambial traduziu-se numa apreciação real muito significativa do escudo. Durante este período a economia portuguesa regista uma evolução marcada, primeiro, por um abrandamento do crescimento (entre 91 e 92) e por um abrandamento do movimento que se vinha sentindo de redução do desemprego. Esta fase será seguida por uma importante recessão (entre 92 e 94), acompanhada por um aumento progressivo da taxa de desemprego. Entre 91 e 95 a taxa de crescimento média da economia portuguesa foi de 1,1%. A convergência real dos anos 85/90 dá então lugar a uma divergência real. O crescimento acumulado do PIB durante esses 5 anos (de 5,4%) apenas atinge 2/3 do crescimento acumulado em média pelos países da EU (de 8,1%).

Um olhar retrospectivo sobre a estratégia nacional de integração europeia escolhida pelas autoridades portuguesas, em particular desde 1990, pode levantar-nos algumas interrogações sobre o seu bom fundamento, isto é, sobre o facto de ter sido a melhor estratégia de convergência possível, em particular desde 1992. Se por um lado Portugal experimentou um processo de desinflação fortíssimo assegurando o objectivo nacional de participação na união monetária desde o seu início, por outro lado, a economia portuguesa sofreu uma das recessões mais graves da Europa, em intensidade e em duração. Os custos da estratégia seguida devem-

se em parte á dificuldade das autoridades portuguesas em assegurar a credibilidade do compromisso cambial, em particular desde outubro de 1992.

Com efeito a participação do escudo no mecanismo de taxas de câmbio do SME foi marcada desde Outubro de 1992 por uma recorrente falta de credibilidade e por numerosos períodos de tensão sobre o mercado de câmbios que resultaram em três realinhamentos da paridade central e cinco crises cambiais.

O presente trabalho propõe uma reflexão sobre a natureza destas crises cambiais do escudo. Constituirão elas a manifestação de um julgamento dos mercados sobre os dados fundamentais da economia e por consequência uma sanção da política governamental? Serão o resultado de uma antecipação de alteração de política? Ou devemos admitir a possibilidade de processos auto-referenciais quanto á formação da opinião de mercado, isto é, a possibilidade que pontos de vista naturalmente heterogéneos e temporalmente incoerentes se possam rapidamente homogeneizar sobre a influência de alguns acontecimentos e conduzir a um ataque especulativo?

Depois de uma breve discussão sobre a evolução da credibilidade do escudo entre 1992 e 1995 e da apresentação das crises do escudo, o trabalho passa em revista as contribuições teóricas para a explicação dos ataques especulativos sublinhando o interesse das investigações recentes sobre o comportamento dos agentes no mercado financeiro. O trabalho termina com a apresentação de algumas conclusões sobre as crises do escudo á luz da teoria dos ataques especulativos.

A credibilidade da banda de flutuação do escudo entre 1992 e 1995

Durante este curto período de três anos de participação do escudo no MTC podemos identificar diferentes fases tanto no que diz respeito á posição relativa do escudo no conjunto de moedas do sistema, como á estabilidade do mercado do escudo ou ainda quanto á intensidade das intervenções monetárias necessárias para a defesa da paridade.

Entre Abril e Setembro de 1992 o mercado do escudo é estável encontrando-se a moeda nacional entre as moedas mais fortes do mecanismo. Durante estes primeiros 6 meses entradas sistemáticas de capitais (apesar do fraco diferencial de juros relativamente ao mercado alemão) exerciam uma permanente pressão à apreciação do escudo. A robustez da moeda nacional parecia demonstrar que era possível compatibilizar os objectivos de estabilização macroeconómica e forte crescimento. A ancoragem nominal da taxa de câmbio parecia harmonizar-se com uma política económica virada para o crescimento baseada em taxas de juro relativamente baixas e num déficit público pronunciado, na medida em que os diferenciais de inflação e o desequilíbrio das contas externas pareciam não perturbar a estabilidade externa da moeda.

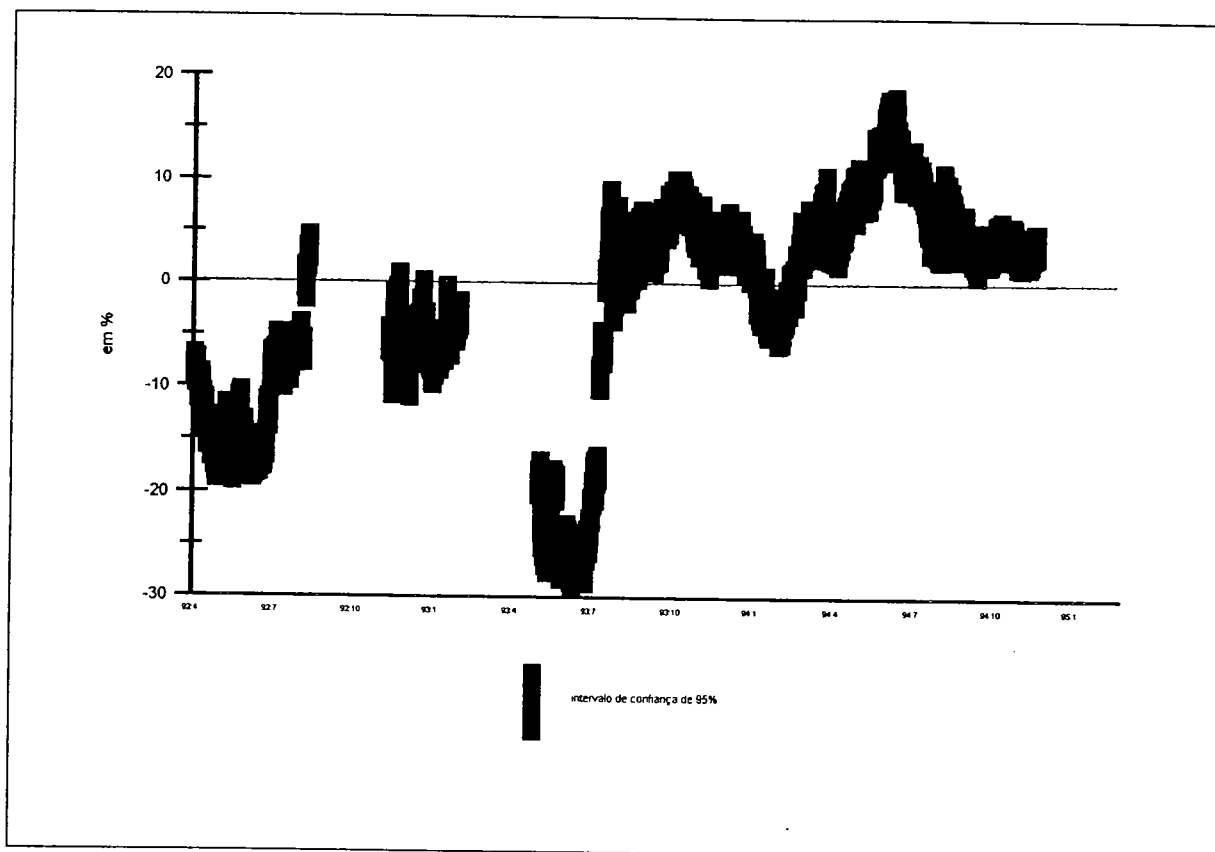
Este estado de graça será brutalmente interrompido pela crise do SME em Setembro de 1992. Apesar de a política cambial não ter sofrido qualquer alteração significativa, entre Setembro de 1992 e Março de 1995 o escudo foi objecto de três realinhamentos - em Novembro de 1992, Maio de 1993 e Março de 1995 - e numerosos períodos de tensão sobre o mercado de câmbios.

A evolução da credibilidade da banda de flutuação do escudo mostra claramente esta inversão de tendência. O gráfico 2 representa a expectativa de depreciação do escudo num horizonte de três meses e para um intervalo de confiança de 95%. Cada traço vertical define um intervalo para a taxa esperada no momento t de depreciação da paridade central bilateral DEM-PTE três meses depois, expressa em percentagem. A metodologia que preside à elaboração do gráfico é apresentada em Anexo.

A observação do gráfico mostra, por um lado, que todos os realinhamentos do escudo foram antecipados de aproximadamente 3 meses e, por outro, define claramente três fases quanto à credibilidade da política cambial seguida. Até Agosto de 1992, as autoridades monetárias portuguesas beneficiaram de uma total credibilidade da banda de flutuação do escudo. Desde então e até Julho de 1993 os períodos de desconfiança relativamente à possibilidade de manutenção da política cambial sucederam-se a períodos de retoma da credibilidade na sequência de cada realinhamento. Finalmente a partir de Julho de 1993 e até Março de 1995 a banda de flutuação do escudo aparece sistematicamente não credível, com excepção de um

curto período de um mês no início de 1994. Durante os 32 meses que medeiam a primeira crise do conjunto do SME (Setembro de 1992) e o último realinhamento do escudo (Março de 95) podemos identificar cinco crises do escudo.

Gráfico 2



2. As crises do escudo entre 1992 e 1995

A primeira crise do escudo desenvolve-se no quadro de instabilidade geral que atingiu o conjunto das moedas do SME entre Setembro e Novembro de 1992. Ela ficou marcada pela sua intensidade e revela aquilo que seria a “função de reacção” do Banco de Portugal face a ataques especulativos contra o escudo. Ela marca o fim do período dourado de participação do escudo no MTC, em que as expectativas optimistas tinham dominado sem partilha. Desencadeada pela flutuação da libra e da lira e no seguimento dos ataques contra a coroa dinamarquesa, a libra irlandesa, a peseta e o franco francês, a crise termina com a

desvalorização de 6% da paridade central, em simultâneo com a segunda desvalorização da peseta¹.

A segunda crise do escudo, entre Fevereiro a Maio de 1993, muito embora de uma duração e intensidade semelhantes á primeira, diferencia-se não só pelas razões que provocaram o ressurgimento de expectativas de depreciação, mas também pela dificuldade acrescida das autoridades em contrariar o ataque. Marcada por uma atmosfera de deterioração progressiva da conjuntura económica interna, esta segunda crise do escudo aparece na esteira do ataque contra a peseta, sendo esta largamente resultante da incerteza face á futura orientação político-económica em vésperas de eleições legislativas. A intensificação da tomada de posições especulativas hostis ao escudo em meados de Março aparece no entanto profundamente associada á manifestação pública de um conflito entre as diferentes autoridades nacionais sobre a política monetária adequada.

A terceira crise do escudo em Julho de 1993, tal como a de Novembro de 1992 atinge o conjunto das moedas do SME. Ela tem início com um ataque especulativo ás moedas da banda estreita generalizando-se posteriormente ao conjunto das moedas do mecanismo e portanto também ao escudo. Ela distingue-se no entanto de todas as anteriores na medida em que uma vez ultrapassada, ela não dá lugar á criação de um cenário favorável, a credibilidade da banda do escudo nunca chegando a ser claramente restabelecida depois do ataque. Apesar do alargamento da banda de flutuação para 15% em torno da paridade central em Agosto de 1993, a estratégia seguida pelas autoridades portuguesas inicialmente decalcada do comportamento das autoridades espanholas e posteriormente em autarcia, manteve-se a de gerir a taxa de câmbio no interior da precedente banda de 6%. Recusando uma flexibilização da gestão cambial pela utilização da banda larga, as autoridades monetárias foram obrigadas a conservar taxas de juro de curto prazo sistematicamente elevadas com vista a desincentivar posições especulativas hostis.

Uma quarta crise, a mais longa em duração, atinge o escudo entre Fevereiro e Julho de 1994. Este novo episódio de tensão sobre o mercado de câmbios contrasta com os anteriores não só

¹ As autoridades espanholas respondem ao primeiro ataque especulativo com uma desvalorização de 5% em Setembro de 1992, e em Novembro a peseta é desvalorizada em 6%.

pelas suas causas exclusivamente nacionais como pelo carácter mais progressivo tanto do ataque como da sua resolução. Esta crise do escudo acontece num momento em que o conjunto do SME mostrava sinais claros de um retorno á estabilidade inclusive no que diz respeito á peseta. Ela aparece claramente associada ao conflito mediatizado entre o Governo e o Banco Central sobre a política de taxas de juro. O ataque desenvolve-se a partir das declarações públicas do primeiro ministro Cavaco Silva no início de Março sugerindo uma redução rápida das taxas de juro directoras, o que representava uma crítica evidente a actuação do Banco de Portugal na defesa do objectivo cambial.

Finalmente uma quinta crise antecede o último realinhamento do escudo no mecanismo em Março de 1995. Esta crise atinge o conjunto das moedas mediterrâneas (lira, franco francês e peseta) e segue-se á baixa do dólar iniciada em Dezembro de 1994 e ás consequentes tensões para a apreciação do marco. No entanto, contrariamente ao franco francês e apesar dos sinais evidentes de retoma da economia portuguesa, as autoridades portuguesas são forçadas a desvalorizar o escudo, mais uma vez, acompanhando a decisão das autoridades espanholas.

3. Três modelos teóricos explicativos de um ataque especulativo²

A teoria dos ataques especulativos fornece-nos três explicações para uma crise cambial. Os ataques especulativos contra uma moeda podem ser o resultado de uma incompatibilidade fundamental entre a orientação das políticas nacionais e a regra cambial seguida. Podem igualmente ter lugar se essa incompatibilidade embora não existente é antecipada como fortemente provável. Podem finalmente ser autorealizados na medida em que são eles próprios que provocam a modificação da orientação da política macroeconómica interna tornando-a incompatível com a regra cambial preexistente. Estas três interpretações dos ataques especulativos constituem o fundamento de três famílias de modelos que se desenvolveram a partir do modelo de crise da balança de pagamentos de Krugman. Elas têm por conseguinte um tronco comum que as uniformiza quanto á lógica do processo conducente a um ataque especulativo. Elas distinguem-se no entanto pela identificação dos factores que conduzem á formação das expectativas de depreciação que precipitam o ataque.

² Para uma apresentação formalizada dos três modelos ver M. Abreu (1997) ou K. Blackburn e M. Sola (1993).

1. O ataque especulativo enquanto manifestação de uma inadequação fundamental da política seguida relativamente à regra cambial

Primeiro Krugman (1979) e depois Flood e Garber (1984) lançaram as bases do modelo da crise da balança de pagamentos. A lógica fundamental do modelo é a seguinte. Em regime de câmbios fixos, num país cuja competitividade se deteriora progressivamente (por exemplo porque a política monetária é muito expansionista), o montante das reservas cambiais reduz-se progressivamente até um nível de tal forma baixo que a mudança de regime cambial se torna inevitável, sendo as autoridades forçadas a desvalorizar a moeda ou a abandonar o regime de câmbios fixos. Se esta passagem só acontece no momento em que se esgotam as reservas cambiais, a depreciação nominal é instantânea, uma vez que se torna necessário um brutal aumento da competitividade afim de parar a hemorragia das reservas. Esta depreciação brusca gera uma perda cambial para todos os detentores não residentes de activos emitidos em moeda nacional. Para evitar essa perda de capital, estes realizam um ataque especulativo precoce desde logo que a depreciação nominal seja antecipada como inevitável, isto é, os não residentes cedem os seus activos em moeda nacional antes mesmo que as reservas cambiais se esgotem, o que provoca uma rápida contracção das reservas e força a passagem a um regime de câmbios flexíveis.

A abordagem de Krugman foi objecto de desenvolvimentos em várias direcções³, mas o ponto importante comum a todos esses desenvolvimentos é que um ataque especulativo encontra sempre uma explicação na evolução macroeconómica do país e em particular na orientação da política económica seguida, responsável pelo défice contínuo da balança de pagamentos, incompatível com a estabilidade nominal da taxa de câmbio. Os ataques especulativos são assim indissociáveis dos determinantes fundamentais da taxa de câmbio. Um país sofre uma crise da balança de pagamentos no seguimento de uma deterioração progressiva da sua

³ Willman (1988) considera o défice externo como resultado de uma política orçamental expansionista. O défice público permanente reforça as expectativas de depreciação antecipando o momento do ataque. Calvo (1987) considera uma equação de formação dos salários onde o seu nível depende dos preços antecipados e por consequência das expectativas da taxa de câmbio. Como a antecipação de um ataque especulativo faz subir os salários, a crise eclode precoce e resulta reforçada em intensidade. Grilli (1986) e Classens (1991) introduzem a incerteza dos agentes quanto ao processo de criação monetária, o que torna aleatório o momento do ataque.

competitividade, ela própria decorrente de políticas monetárias e orçamentais insustentáveis em câmbios fixos.

2. O ataque especulativo resultante de antecipações de modificação de política

Mas a credibilidade dum compromisso cambial, ou mais precisamente a credibilidade de uma banda de flutuação, não depende apenas da avaliação feita pelos agentes sobre a compatibilidade presente entre a orientação da política económica seguida e o regime cambial seguido. A credibilidade é também prospectiva, no sentido em que esse julgamento é feito igualmente sobre a política antecipada num futuro próximo.

A credibilidade de uma banda cambial depende então do julgamento do mercado sobre as intenções anunciadas pelas autoridades de prosseguir no futuro, uma política compatível com a paridade cambial existente. Este julgamento é função por um lado, da reputação adquirida pelas autoridades pela sua determinação passada na defesa da paridade, mas também da avaliação dos agentes sobre o estado da economia e a sustentabilidade da política seguida⁴. Com efeito, a política macroeconómica exigida pela manutenção da paridade pode implicar custos internos julgados excessivos, nomeadamente em matéria de emprego e de crescimento real da economia. É portanto possível que uma inversão da orientação de política económica seja antecipada, contrariamente aos anúncios feitos pelas autoridades, desde que essa política (indispensável á manutenção do compromisso cambial) seja julgada responsável por uma deterioração da situação macroeconómica interna no país, ou se, pelo menos, essa política não permite uma melhoria da situação.

Como sublinham Wyplosz e Eichengreen (1993) um ataque especulativo pode ter lugar mesmo em presença de políticas orçamental e monetária compatíveis com o objectivo cambial, desde que existam fortes expectativas de inversão da orientação política, devido aos custos reais elevados dessa política. O ataque especulativo constituiria assim uma antecipação

⁴ Como sublinham Drazen e Masson (1994), a credibilidade de um anúncio de política ultrapassa a reputação das autoridades. Uma política anti-inflacionista dura assente numa ancoragem nominal da taxa de câmbio pode ser portadora de um agravamento do desemprego o que enfraquece, no futuro, a credibilidade do compromisso de prosseguir essa política.

daquilo que, de qualquer forma, viria a acontecer mais tarde: a modificação da política macroeconómica. Como sublinha Artus (1995), continuamos a ter aqui uma explicação centrada na credibilidade. Mas aqui a perda de credibilidade na banda cambial decorre menos do compromisso cambial que do conjunto da estratégia económica julgada excessivamente custosa para a economia.

3. O ataque especulativo autorealizado

Resulta de qualquer uma das duas abordagens anteriores que um ataque especulativo é pouco provável num país “irrepreensível”. Um ataque só se produz quando ou as políticas económicas são julgadas excessivamente laxistas ou quando elas implicam um custo excessivamente elevado para a economia, o que significa que o regime cambial é inadaptado á economia. Em qualquer dos casos uma crise especulativa sanciona uma “má política”.

Obstefeld (1986) sugere uma outra explicação, em que o ataque é totalmente independente do julgamento sobre a adequabilidade da política económica passada, presente ou antecipada. Contrariamente ás duas interpretações anteriores, é o próprio ataque que valida, *a posteriori*, a pertinência da tomada de posições cambiais especulativas, na medida em que uma vez desencadeado o ataque, as autoridades são forçadas a abandonar o regime cambial precedente. Os ataques autorealizados respondem assim a uma lógica profundamente diferente dos anteriores. A taxa de câmbio não é atacada porque o seu nível é julgado ou antecipado como incompatível com os “fundamentais” da economia, mas muito simplesmente porque na eventualidade de um ataque especulativo, acontecimento incerto, os agentes antecipam uma alteração da orientação político-económica, alteração essa que torna lucrativo o ataque. A ideia fundamental é a de que existem equilíbrios múltiplos que podem ou não dar lugar a ataques especulativos, mas que, caso aconteçam, eles próprios se auto-validam, na medida em que forçam á alteração de política.

A questão reside então em saber o que é que leva as autoridades a responderem com uma inversão de política a um ataque especulativo. Obstefeld justifica-o pela impossibilidade dos bancos centrais de se endividarem no exterior quando o nível de reservas é muito baixo (consequência do ataque). Daniel Gros (1992) sublinha a aversão das autoridades, antecipada

pelo mercado, relativamente á subida das taxas de juro que uma resposta não acomodática a um ataque normalmente acarreta. Finalmente Artus e Bourguinat (1994) sustentam que se a moeda é desvalorizada na sequência de um ataque especulativo, a credibilidade do compromisso cambial ficando por esse facto comprometida, as autoridades perdem o incentivo de defesa do regime de câmbios fixos, na medida em que as políticas restritivas já não têm contrapartida positiva.

4. As contribuições das novas teorias dos mercados financeiros para a compreensão das crises cambiais

Se os ataques autorealizados nos permitem compreender crises especulativas na ausência de um conflito fundamental na economia, eles não explicam como e quando as expectativas se coordenam numa combinação particular de antecipações auto-realizadas. As teorias recentes sobre os comportamentos dos operadores nos mercados financeiros e as dinâmicas de preços que geram oferecem-nos, nesta perspectiva, alguns elementos de reflexão.

No seguimento das crises bolsistas dos anos 80 e particularmente depois do *crash* financeiro de outubro de 1987, vários economistas se interessaram pelo estudo das causas das flutuações dos preços sobre o mercado financeiro e dos profundos desvios que se podem manifestar entre esses preços e os valores de equilíbrio.

Esses trabalhos deram uma importante contribuição para a compreensão da dinâmica dos comportamentos própria aos mercados financeiros e introduziram dois elementos até então ignorados pela teoria: por um lado a existência de comportamentos miméticos passa a ser analisada como uma resposta racional em situação de incerteza; por outro lado, tomou-se em consideração a heterogeneidade e diversidade do comportamento dos agentes no mercado financeiro, resultado de racionalidades diferentes ou resultado de uma informação diferenciada. Assim sendo, estas novas abordagens sublinham que os preços, nos mercados financeiros, resultam de uma dinâmica muito complexa, que pode em determinadas situações ser desestabilizante. Estes progressos teóricos, inicialmente associados ás crises nos mercados bolsistas e posteriormente desenvolvidos para a interpretação das crises cambiais em regime

de câmbios fixos, fornecem um importante material teórico de reflexão para a compreensão das crises cambiais em regime de bandas de flutuação, por diversas razões. Por um lado, estas novas abordagens deixam-nos a ideia de que a dinâmica endógena aos mercados de câmbios pode dar lugar a equilíbrios múltiplos e por consequência a ataques autorealizados. Por outro lado elas ajudam-nos a compreender como é que a incerteza sobre a evolução futura da política económica pode conduzir a uma instabilidade das antecipações, ou á sua polarização sobre um cenário pessimista quanto á evolução do valor externo da moeda, mesmo se as autoridades monetárias prosseguem uma política de defesa intransigente da paridade cambial.

O mimetismo: resposta racional em situação de incerteza

Deve-se a Orléan (1989a, 1992 e 1994) uma das contribuições mais frutuosas para a compreensão dos fenómenos de opinião que regem actualmente os mercados financeiros. Sendo a incerteza uma característica intrínseca dos mercados financeiros, e representando a incerteza a existência de uma dúvida importante sobre a evolução dos valores fundamentais, Orléan demonstra que, nesse contexto, a resposta racional dos agentes só pode ser um comportamento mimético, o qual está na origem da extrema instabilidade de preços característica destes mercados.

A teoria económica tradicional, quando estuda a maneira pela qual se exprime a racionalidade individual num contexto de incerteza aprecia essencialmente situações caracterizadas por variáveis aleatórias estacionárias, isto é, variáveis cuja lei de distribuição é invariante, ou só se modifica lentamente. O risco assim considerado intervém, então, quando dispomos de frequências probabilisáveis dum acontecimento futuro, o que supõe que as leis de funcionamento da economia sejam estáveis e sem nenhum traço de ambiguidade.

A incerteza considerada por Orléan é de uma outra natureza. Ela consiste na “irrupção de novos acontecimentos, irreduzíveis a dados anteriores, como por exemplo, as inovações tecnológicas” (Orléan, 1989b). O novo qualifica os acontecimentos para os quais não existe, no interior do corpo do conhecimento constituído, nenhuma base permitindo avaliar a sua

plausibilidade. É impossível deduzi-lo do conjunto do saber e das operações de cálculo que, num determinado momento, constituem o estado de conhecimento humano.

No que nos diz respeito, o ponto essencial consiste em saber em que medida a incerteza assim concebida modifica as concepções vulgarmente admitidas sobre o comportamento dos indivíduos. Resulta das considerações anteriores que, em situação de incerteza, os comportamentos dos agentes sobre o mercado financeiro não correspondem mais ao protótipo de agente financeiro, fino conhecedor das leis económicas e cujo comportamento racional resulta da sua capacidade de seleccionar e digerir as informações pertinentes, na medida em que os acontecimentos futuros escapam largamente á sua capacidade optimizadora.

Confrontado a uma situação de incerteza, um operador interessa-se menos pela veracidade intrínseca das informações, que pela forma como elas podem ser interpretadas pelos outros agentes. A informação pertinente deixa de poder ser definida objectivamente pela sua adequação a definir os valores fundamentais, e passa a contar psicologicamente pela sua capacidade de permitir prever as crenças do grosso dos intervenientes no mercado. Na medida em que os outros agentes agem da mesma maneira, antecipar a opinião dos outros conduz a antecipar o que os outros pensam ser a opinião média. Desta forma, desde que se suponha uma racionalidade idêntica para os diferentes agentes, é possível demonstrar, por recorrência, que a única antecipação admissível é a antecipação de nível infinito. O mercado financeiro constitui assim um sistema auto-referencial, onde a “opinião média é simultaneamente o resultado das antecipações individuais e o objecto que serve de base á determinação dessas mesmas antecipações”⁵. O preço de mercado é o limite, no infinito, desse processo de antecipações cruzadas de nível crescente denominado por Orléan “especularidade”.

Como é que um indivíduo racional, avesso ao risco, consciente de ter uma informação limitada, pode antecipar a maneira pela qual os outros interpretam as suas próprias antecipações sobre as antecipações colectivas?

⁵ Cf. Orléan (1989b) p.257.

Em situação de incerteza o indivíduo está em presença de duas fontes de informação. Uma de origem fundamental ou exógena ao mercado, normalmente imperfeita, reflectindo a sua própria leitura sobre o estado da economia. Outra, puramente endógena, ligada á sua consciência de intervir num mercado, onde em cada momento a cotação observada não representa nada mais do que a opinião média dos intervenientes. O indivíduo racional pondera estes dois tipos de informação. Ele avalia a probabilidade da passagem de uma opinião para outra, segundo o grau de confiança que ele acorda á sua própria opinião face á opinião do grupo. Quanto mais forte é a incerteza, isto é, quanto mais incompleta é a informação sobre os fundamentais dos preços, tanto mais um investidor será conduzido, racionalmente, a imitar os outros, a identificar-se á tendência do mercado. A antecipação mimética ou imitativa, compreendida como “a antecipação que obtém o agente *i* quando faz sua a antecipação de um outro agente ou grupo de agentes” constitui então a resposta racional dos agentes em situação de incerteza sobre os mercados financeiros. O mimetismo é então uma forma de especularidade frequentemente presente sobre os mercados financeiros num contexto de incerteza. O efeito da especularidade mimética sobre o funcionamento dos mercados financeiros conduz a uma lógica de formação dos preços muito particular. O facto mais marcante é que o equilíbrio efectivamente atingido não pode ser previsto *a priori*, na medida em que o processo admite uma multiplicidade de equilíbrios. A especularidade pode por conseguinte conduzir a situações de deriva dos preços, isto é, a situações onde os preços constatados estão totalmente desligados de dados objectivos. Ela permite não só compreender as bolhas especulativas como a grande volatilidade das cotações relativamente á volatilidade dos fundamentais.

Como sublinha Cartapanis (1994), um comportamento deste tipo tem tantas mais hipóteses de intervir, isto é de se generalizar, se o valor fundamental do activo em causa é vago e incerto, e portanto se prevalece uma dúvida quanto á pertinência dos valores fundamentais. Neste caso, qualquer rumor sobre a ocorrência de um acontecimento singular capaz de ter uma influência directa sobre o preço de um activo pode fazer rapidamente convergir as antecipações de uma parte dos operadores para um cenário pessimista. O mercado é então submetido a flutuações, mesmo se nada na evolução constatada da economia justificaria a inversão de posições.

Em conclusão, os desenvolvimentos teóricos recentes no que respeita ao estudo dos comportamentos no mercado financeiro oferecem elementos para a compreensão dos ataques especulativos contra uma moeda, que escapam á racionalidade macroeconómica, isto é que estão para além de qualquer tentativa de avaliação do seu valor fundamental. Sendo a incerteza uma característica intrínseca dos mercados financeiros, as crenças dos agentes podem focalizar-se sobre o valor de um activo (um certo nível da taxa de câmbio) que não corresponde ao seu valor de equilíbrio “fundamental”, ou mesmo ter tendência a afastar-se desse valor de equilíbrio num processo auto-sustentado (caso das bolhas especulativas), sem que esses processos encontrem a menor referência na evolução económica fundamental.

A dinâmica interna dos mercados financeiros quando se toma em consideração a existência de operadores heterogéneos conduz aos mesmos resultados. Mesmo se os comportamentos dos operadores são supostos racionais, a especulação pode ser desestabilizante, na medida em que a racionalidade microeconómica dos comportamentos pode conduzir a uma irracionalidade macroeconómica da especulação.

5. Conclusão: As crises do escudo à luz da reflexão teórica sobre os ataques especulativos e a instabilidade dos mercados de câmbio

1. A deterioração dos “ fundamentais” da economia portuguesa, cria um clima de desconfiança crescente relativamente à moeda mas não explica todas as crises do escudo.

A evolução passada das variáveis consideradas tradicionalmente pela teoria como fundamentais para atestar da inviabilidade de um regime de câmbios fixos, identificadas como aquelas que podem testemunhar uma incompatibilidade fundamental no passado entre a política seguida e a fixação do câmbio, tais como a taxa de inflação, a taxa de crescimento da massa monetária, a política orçamental ou o saldo da balança de transacções correntes, estão longe de poder explicar todas as crises do escudo.

É um facto que a degradação das contas externas portuguesas a partir de 1993 forneceu aos mercados razões cada vez mais sólidas para se duvidar da solidez da paridade cambial. No

entanto os diferentes episódios de tensões agudas sobre a paridade marco-escudo, observadas entre Abril de 1992 e Março de 1995 mostram, com efeito, que as antecipações de desvalorização do escudo, são muito mais variáveis que esses dados fundamentais e que elas possuem, por isso, relativamente a estes últimos, uma grande autonomia. Não se deve no entanto deduzir que os ataques especulativos são desprovidos de fundamentos económicos. A análise desenvolvida sugere-nos, pelo contrário, que se estes “fundamentais” do escudo não são, ou não são senão parcialmente baseados sobre a *performance* passada, por outro lado, as políticas antecipadas, e sobretudo as alterações da orientação das políticas quando antecipadas, jogam um papel determinante no eclodir dos ataques especulativos.

2. A opinião do mercado sobre a durabilidade da política seguida aparece como um dos factores determinantes das antecipações de depreciação do escudo.

A análise das crises do escudo parece traduzir que as antecipações de câmbio são sobretudo formuladas a partir de hipóteses sobre a evolução provável da política económica nacional. Nesta perspectiva vários factores parecem, no caso do escudo, ter sido decisivos no sentido de pôr em causa a durabilidade da política cambial seguida. Por um lado factores ligados à degradação da situação real da economia interna, evidentes na intensidade da recessão económica e na lentidão da retoma, foram interpretados como custos inerentes à política de escudo forte. Por outro lado, a associação feita pelo mercado entre a economia portuguesa e a economia espanhola.

2.1. Uma restrição cambial julgada incompatível com as necessidades da economia.

Os diferentes episódios de tensão parecem seguir muito mais o ritmo das publicações de indicadores (passados e previsionais) do desemprego e de taxa de crescimento do produto do que seguir variáveis julgadas fundamentais pelo modelo de base da crise de balança de pagamentos. Particularmente evidente nas crises de Fevereiro-Maio de 1993 e de Julho de 1993, a hipótese de que a degradação real da economia portuguesa conduziria inelutavelmente a uma rejeição por parte das autoridades portuguesas do objectivo de estabilidade cambial, aparece como um factor determinante da polarização das antecipações sobre um cenário pessimista. A partir de Julho de 1993, a descida pronunciada das taxas de

juro internas, foi considerada como uma condição necessária e prioritária para assegurar a retoma económica, condição que aparecia, aos olhos dos operadores, como incompatível com a manutenção da paridade cambial.

2.2. A associação feita pelo mercado entre a economia portuguesa e a economia espanhola.

Mas um segundo factor parece ter reforçado intensamente as antecipações de alteração das prioridades no que respeita aos objectivos da política económica em Portugal: a presunção de uma forte dependência da economia portuguesa da taxa de câmbio relativamente à peseta. O peso crescente da Espanha com país de destino das exportações portuguesas, e sobretudo o facto deste país se ter tornado um dos mais fortes concorrentes sobre mercados terceiros, criaram o sentimento de que as autoridades monetárias não poderiam permanecer indiferentes em caso de modificação do regime cambial da peseta.

Não seguir a Espanha em caso de desvalorização da peseta aparecia como um factor que deterioraria fortemente a competitividade de Portugal, e retardaria assim a retoma económica. Num contexto de degradação da conjuntura macro-económica nacional, todos os indícios que levassem a pensar numa orientação menos restritiva da política monetária e cambial espanhola (ou todos os sinais de que essa orientação futura da política monetária espanhola iria acontecer), funcionaram como factores de reforço em Portugal, das antecipações de uma modificação da política cambial. O debate que se seguiu ao realinhamento da peseta em Setembro de 92 (o único da moeda espanhola que não foi acompanhado por uma desvalorização do escudo) e que precedeu a crise do escudo de Novembro de 92 é um bom exemplo deste ponto de vista.

3. Mas as crises do escudo remetem-nos igualmente à teoria dos ataques auto realizados...

O risco de ataques especulativos auto-realizados, fundados, como sugere Obstfeld, sobre a hipótese de uma alteração da política económica em consequência do próprio ataque especulativo, encontra igualmente, na experiência portuguesa, toda a sua pertinência. Mas ainda nesta perspectivas a Espanha aparece como determinante.

Para além dos aspectos relacionados com a competitividade, forma-se sobre o mercado de câmbios, a ideia de uma zona peseta no interior da zona marco. Isto é, para além da probabilidade atribuída pelos operadores a uma alteração voluntária no futuro da orientação da política de câmbios portuguesa (derivada de considerações relacionadas com a competitividade), forma-se a ideia (confirmada pela experiência passada da simultaneidade dos realinhamentos das duas moedas) que, em caso de desvalorização da peseta, o escudo seria igualmente desvalorizado. As antecipações de desvalorização da peseta constituem então um forte encorajamento a um ataque especulativo contra o escudo, na medida em que os operadores antecipam este ataque como fortemente lucrativo, desde que a probabilidade seja forte que a peseta ceda às pressões de mercado, e isto independentemente das intenções anunciadas pelas autoridades portuguesas. Esta parece-nos ser a principal justificação dos ataques especulativos sofridos pelo escudo em Julho de 1993 e Março de 1995.

4. E sublinham o carácter fortemente desestabilizante do conflito político no seio das autoridades.

Um dos aspectos mais interessantes que sobressai da análise das crises do escudo (na medida em que é eventualmente o mais original relativamente à experiência dos outros países do sistema monetário europeu) diz respeito à heterogeneidade, tornada pública, da hierarquia de objectivos a que deve obedecer a política monetária e cambial, no próprio seio das autoridades responsáveis pela implementação destas políticas, e às consequências fortemente desestabilizantes sobre as antecipações de câmbio causadas pelo espectáculo deste conflito.

É verdade que a reafirmação pública por parte das autoridades monetárias da sua determinação de prosseguir uma política cambial, não é uma condição suficiente para assegurar a estabilidade das antecipações, mas a unidade do discurso oficial constitui seguramente uma condição necessária.

A história portuguesa mostra claramente o perigo desestabilizante criado pela indefinição das prioridades da política futura no próprio seio das autoridades monetárias. Este conflito político que se polarizou em Portugal sobre a gestão das taxas de juro, uma vez mediatizado, na medida em que ele aumentava fortemente a incerteza, constituiu-se como um factor de

instabilidade das antecipações. Os trabalhos de Orléan dedicados aos comportamentos dos agentes sobre o mercado financeiro em situação de incerteza parecem-nos, deste ponto de vista, de uma grande utilidade. Este conflito conduziu a uma bipolarização das opiniões dos operadores sobre dois cenários opostos, os comportamentos miméticos, neste contexto de forte incerteza sobre o que vai ser efectivamente a orientação futura, provocam rapidamente a polarização das opiniões sobre um ou sobre o outro, independentemente da evolução (ou mesmo da avaliação dessa evolução) das variáveis fundamentais.

A mediatização desse conflito, particularmente desastrosa no dia 4 de Março de 1993 com o discurso do ministro das finanças, Braga de Macedo, e um ano depois com o discurso do primeiro ministro Cavaco Silva, marcou os ataques mais violentos sofridos pelo escudo e constitui sem dúvida um dos elementos determinantes das tensões sofridas sobre o mercado cambial em 1994, apesar de o conjunto das moedas participantes no mecanismo de taxas de câmbio (MTC), incluindo a peseta, reencontrar a sua estabilidade.

Apesar destas considerações sobre o mecanismo de formação das antecipações de depreciação do escudo, o estudo das crises do escudo permite-nos igualmente retirar algumas conclusões sobre o comportamento das autoridades no que diz respeito à sua tentativa de contrariar os ataques especulativos.

5. A liberalização precoce dos movimentos de capitais reduziu a eficácia das intervenções sobre o mercado de câmbios .

Os elevados montantes despendidos pelo Banco de Portugal nas suas intervenções no mercado de câmbios não constituíram grande ajuda relativamente ao objectivo de preservar a paridade, a partir do momento em que as tomadas de posição por parte dos não residentes já não eram limitadas pelos controlos sobre os movimentos de capitais anteriormente existentes. O desmantelamento destes controlos (determinantes a quando do ataque especulativo de setembro de 1992), em antecipação ao próprio *timing* ao qual estavam obrigadas as autoridades monetárias nacionais, parece, com efeito, ter tornado muito menos eficazes e portanto muito mais caras em reservas as intervenções do Banco Central sobre o mercado de câmbios com vista à defesa da paridade a partir de Janeiro de 1993.

6. A ineficácia das intervenções sobre o mercado de câmbios remete para a política das taxas de juro a responsabilidade da defesa da paridade. Mas este instrumento (taxas de juro) é de gestão difícil e pode tornar-se particularmente nefasto quando é utilizado para sustentar uma ancoragem nominal da taxa de câmbio excessivamente rígida.

Para além das intervenções sobre o mercado de câmbios a arma fundamental à disposição dos bancos centrais para dismantelar um ataque especulativo são as taxas de juro. Com efeito, uma vez reveladas as antecipações de desvalorização, apenas estas permitem desencorajar a especulação, tornando o seu custo muito mais elevado.

Mas este instrumento deve ser utilizado com precaução. Por um lado a subida das taxas de juro deve ser suficientemente pronunciada para que possa ser interpretada como um sinal claro da determinação das autoridades e por esse meio desencorajar efectivamente a especulação. Por outro lado, a amplitude e a duração da subida das taxas de juro devem permanecer suficientemente limitadas. Com efeito, é necessário, contrariamente ao que aconteceu em Portugal na crise de Fevereiro-Julho de 1994, que a subida das taxas de juro de curto prazo não provoque uma subida geral do nível interno das taxas de juro, tornando insustentável a política monetária seguida (devido ao estrangulamento da economia interna), e correndo assim o risco de relançar expectativas de depreciação da moeda. Mas é igualmente necessário que a descida das taxas de juro não se faça de uma forma excessivamente rápida, como no período que se seguiu à crise de maio de 93, no sentido em que a probabilidade associada pelos mercados à eventualidade de uma alteração de política se torna, então, muito mais elevada. A decisão das autoridades monetárias portuguesas de não utilizar toda a banda de flutuação do escudo, o que teria permitido suavizar a restrição monetária, traduziu-se finalmente por uma dificuldade acrescida de preservação da ancoragem nominal. Pretendendo preservar uma restrição nominal excessivamente rígida, as autoridades monetárias foram responsáveis por uma apreciação real excessiva da moeda, que reforçou os custos de ajustamento, e por consequência, no limite, reforçou as antecipações de depreciação da moeda.

Anexo: Os testes paramétricos de credibilidade

O método utilizado para o cálculo da taxa de desvalorização antecipada do escudo baseia-se nos testes paramétricos de credibilidade sugeridos por Svensson (1991b) e Rose e Svensson (1991).

Partindo do pressuposto que a taxa de depreciação total antecipada de uma moeda é igual ao diferencial de taxas de juro, isto é aceitando a hipótese de paridade das taxas de juro não coberta, a taxa de desvalorização antecipada de uma moeda num regime de banda de flutuação pode ser obtida deduzindo ao diferencial de taxas de juro a depreciação da moeda no interior da banda de flutuação.

O método é paramétrico no sentido em que em vez de se deduzir toda a largura da banda (procedimento dos testes simples de credibilidade – Svensson 1991a), se procura estimar economicamente a taxa de depreciação antecipada no interior da banda.

A taxa de desvalorização antecipada de uma moeda pode então escrever-se:

$$(a1) \quad g_t^m = \delta_t^m - Et[\Delta x_{t+m} | \text{non réalignement}]/m \cdot dt.$$

g_t^m ; taxa de desvalorização antecipada da paridade central (cotação ao incerto da moeda nacional) no momento t para o período m;

$\delta_t^m = i_t^m - i_t^{*m}$; diferencial no período t entre as taxas de juro nacional e estrangeira sobre títulos de maturidade m;

$Et[\Delta x_{t+m} | \text{non réalignement}]/m \cdot dt$; taxa de depreciação antecipada no interior da banda, no momento t para o momento t+m, condicionada a inexistência de realinhamento. Sendo:

$x_t = s_t - c_t$; diferença entre o logaritmo da taxa de câmbio corrente e o logaritmo da paridade central bilateral;

$$\Delta x_{t+m} = x_{t+m} - x_t ;$$

$Et[\Delta x_{t+m} | \text{non réalignement}]$; O valor esperado em t da variação de x entre t e t+m condicionado a inexistência de realinhamento.

Seguindo a metodologia de Svensson, a taxa de desvalorização antecipada do escudo em relação ao marco num horizonte de 3 meses foi obtida subtraindo ao diferencial entre as taxas de juro portuguesas e alemãs, a taxa de depreciação esperada do escudo no interior da banda. Esta segunda foi obtida estimando pelo método dos mínimos quadrados a seguinte equação:

$$(a2) \quad (x_{t+64} - x_t)/(254/64) = \sum_j \beta_{0j} d_j + \beta_1 x_t + \beta_2 \delta_{pte}^m + \beta_3 \delta_{esp}^m + \epsilon_{t+64}$$

Onde:

d_j são variáveis "dummy" que identificam cada período entre dois realinhamentos. A sua introdução permite testar a existência de uma taxa de depreciação antecipada média significativa para cada período entre dois realinhamentos. Assim, se o coeficiente estimado para esta variável tem um valor positivo e é estatisticamente significativo, significa que o escudo esteve, em média, numa posição forte no interior da banda, durante o período em causa.

$x_t = s_t - c_t$, corresponde à taxa de câmbio no interior da banda e é frequentemente a única variável explicativa considerada para a estimação de Δx_{t+m} . O coeficiente de x_t , se negativo e estatisticamente significativo, indica a existência de uma força de atracção do centro, isto é, diz-nos que o desvio da taxa de câmbio relativamente à paridade central tem um efeito estabilizador.

δ_{pte}^m e δ_{esp}^m representam respectivamente a diferença entre as euro taxas de juro portuguesas e alemãs e espanholas e alemãs. A introdução de δ_{esp}^m permite testar a influência da estabilidade do mercado peseta sobre a do escudo.

Para o cálculo da taxa de depreciação antecipada do escudo foram usadas observações diárias da taxa de câmbio DEM-PTE e das taxas de juro portuguesas, espanholas e alemãs entre 14 de Abril de 1992 e 7 de Março de 1995. As taxas de juro utilizadas dizem respeito a euro-depósitos, mais precisamente a cotações "bid" diárias, no mercado londrino, sobre depósitos a três meses.

Como o objectivo é calcular a taxa de depreciação antecipada condicionada à inexistência de realinhamentos, foi necessário excluir as observações que precedem um realinhamento por um período inferior a três meses, o que corresponde a 64 observações. O resultado da estimação de (a2) pelos mínimos quadrados ordinários encontra-se no quadro 1. A taxa de desvalorização antecipada do escudo em relação ao marco calculada segunda a equação (a1) para um intervalo de confiança de 95% e utilizando os coeficientes estimados do quadro 1 para a taxa de depreciação no interior da banda, está representada no gráfico 2.

Quadro 1

Taxa de Depreciação antecipada DEM-PTE, a três meses, no interior da banda (estimação da equação a2)						
	14/04/92 a 22/11/92	23/11/92 a 12/05/93	12/05/93 a 05/03/95	β_1	β_2	β_3
Coef. Est.	1.916	-2.633	12.814	-3.974	-0.286	0.904
t-student	(0.29)	(-0.28)	(2.097)	(-15.54)	(-0.58)	(0.70)
Diagnóstico						
R2	0.86					
Desvio padrão	0.041					
Nº de observações	547					
<p>Estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários da equação (a1). Os valores entre parênteses são a estatística "t-student" calculados a partir dos desvios padrões de Newey-West a fim de ter em conta a heteroscedasticidade (devido à dinâmica da taxa de câmbio no interior da banda) e autocorrelação dos resíduos (resultantes da sobreposição de observações).</p> <p>O programa de econometria utilizada foi o LIMDEP.</p> <p>As séries originais da taxa de câmbio e das taxas de juro foram gentilmente fornecidas pelo Banco de Portugal.</p>						

Bibliografia

- ABREU, Margarida (1997), *L'Escudo a l'Épreuve de l'Europe Monétaire: évaluation des politiques monétaires et de change pendant la transition vers l'UM*, tese de doutoramento, Universidade de Paris X, capítulo 4.
- ARTUS, Patrick (1995), "Les crises de balances de paiements peuvent-elles être autoréalisatrices", Caisse des Dépôts et Consignations, Documents de travail n1995-05/T.
- ARTUS, Patrick et H. BOURGUINAT (1994), "The Stability of the EMS" in A. Steinherr (ed.), *30 years of European Monetary Integration*, Longman, New-York, pp.143-164.
- BLACKBURN, Keith, Martin SOLA (1993), "Speculative Currency Attacks and Balance of Payments Crises", *Journal of Economic Surveys*, vol.7, n°119-144.
- CALVO, G.A. (1987), "Balance of Payments Crises in a Cash-in-advanced economy", *Journal of Money, Credit and Banking*, n°19, pp.19-32.
- CARTAPANIS, A. (1994), "Le rôle déstabilisant des mouvements de capitaux sur le marché des changes: une question de contexte", Banque de France, *Cahiers économiques et monétaires*, n°43, pp.97-139.
- CLAESSENS, S. (1991), "Balance of Payments Crises in an Optimal Portfolio Model", *European Economic Review*, vol.35, 1, janvier, pp.81-102.
- DRAZEN, Allan, Paul MASSON (1994), "Credibility of Policies versus credibility of policymakers", *The Quarterly Journal of Economics*, Agosto, pp.735-754.
- FLOOD, Robert, Peter GARBER (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, n°17, pp.1-13.
- GRILLI, V. (1986), "Buying and Selling Attacks on Fixed Exchange Rate Systems", *Journal of International Economics*, vol.20, pp.143-156.
- GROS, Daniel (1992), "Capital Controls and Exchange Market Crises in the EMS", *European Economic Review*, 36, pp.1533-1544.
- KRUGMAN, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Agosto, n°11, pp.311-325.
- OBSTFELD, M. (1986), "Rational and self fulfilling Balance of Payments Crisis", *American Economic Review*, vol.76, Março, pp.72-81.
- ORLÉAN, A. (1989a), "Comportement Mimétique et Diversité des Opinions sur le Marché Financier" in Bourguinat et Artus (eds), *Théories Économiques et Crises des Marchés Financiers*, *Economica*, pp.45-65.
- ORLÉAN, A. (1989b), "Pour une approche cognitive des conventions économiques", *Revue Économique*, vol.40, n°2, Março.
- ORLÉAN, A. (1992), "Contagion des opinions et fonctionnement des marchés financiers", *Revue Économique*, n°4, Julho, pp.685-698.

ORLÉAN, A. (1994), "Analyse des Phénomènes d'Influence", *Revue Economique*, n°3, Maio, pp.657-671.

ROSE, A. K., SVENSSON, L. (1991), "Expected and Predicted Realignments: the FF/DM Exchange Rate during the EMS", International finance discussion paper, Board of Governors of Federal Reserve System.

SVENSSON, L. (1991a), "The Simplest Test of Target Zone Credibility", CEPR Discussion Paper n1493, Janvier.

SVENSSON, L. (1991b), "Assessing Target Zone Credibility: Mean Reversion and Devaluation Expectations in the EMS", CEPR Discussion Paper n1580, Septembre.

WILLMAN, A. (1988), "The Collapse of the Fixed Exchange Rate Regime with sticky Wages and Imperfect substitutability between Domestic and Foreign Bonds", *European Economic Review*, vol.32, n19, novembre, pp.1817-1838.

WIPLOSZ, Charles, Barry EICHENGREEN (1993), "The Unstable EMS", INSEAD Working Papers n193/38/EPS, INSEAD, Fontainebleau, França.