

Texto para Discussão

Série Economia

TD-E / 20 - 2001

Crise Cambial à Brasileira

Prof. Dr. Amaury Patrick Gremaud

Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior

Crise Cambial à Brasileira

Rudinei Toneto Jr
Amaury Patrick Gremaud*

Resumo

O objetivo do artigo é discutir a seguinte hipótese: um dos fatores que pode explicar a mudança da política cambial em janeiro de 1999 foi a concentração das obrigações em moeda estrangeira no setor público. Com isso, o efeito negativo da desvalorização concentrou-se no lado fiscal, no montante da dívida pública, preservando o setor privado, ou seja, não houve um efeito riqueza negativo sobre os agentes privados, o que explica a ausência da crise econômica pós-desvalorização. O artigo está estruturado em três seções fora a introdução e a conclusão. A primeira apresenta uma breve revisão da literatura sobre crises cambiais. A segunda discute a evolução da economia brasileira pós-Real. A terceira apresenta indicadores sobre a oferta de *hedge* pelo setor público.

Palavras chave: Crise cambial, regimes cambiais, globalização,

Introdução

Em janeiro de 1999 o Brasil alterou o seu regime cambial para um sistema de câmbio flutuante, em resposta a ameaça de uma crise cambial que se colocava em decorrência do ataque especulativo contra a moeda nacional. Desde a apreciação do Real no segundo semestre de 1994 foram se acumulando evidências de que a política cambial adotada era insustentável e que uma correção da taxa de câmbio se faria necessária. Neste período pode-se dizer que a moeda nacional sofreu outros ataques de magnitudes relevantes - quando das crises do México, Ásia e Rússia - que já poderiam ter justificado a alteração da política cambial.

Assim, uma questão que se coloca é acerca do momento da mudança. Uma primeira resposta seria que a manutenção da política provocou uma tal deterioração das variáveis econômicas ao longo do tempo que a fragilidade da economia no início de 1999 impediria qualquer tentativa de defesa. Uma segunda interpretação poderia ser a natureza distinta do último ataque em que, por exemplo, os atores nele envolvidos eram diferentes dos anteriores - maior participação de investidores estrangeiros e menor de brasileiros, por exemplo. Este aspecto poderia estar relacionado a um efeito contágio maior da crise russa, sendo a crise brasileira uma continuidade daquela.

Um aspecto, contudo, chama a atenção na crise brasileira. Entre agosto/setembro de 1998 e janeiro de 1999 tanto se articulou uma grande operação de socorro junto ao FMI como o governo ofereceu uma grande quantidade de *hedge* contra a desvalorização por meio de títulos cambiais e operações no mercado futuro; além de ter ocorrido uma grande perda de reservas. Ou seja, tudo parecia como se a mudança tivesse data marcada para ocorrer e o único perdedor já estivesse definido.

* Professores do Departamento de Economia da FEA-USP (*Campus* de Ribeirão Preto).

Outro lado relevante do caso brasileiro é a situação pós-crise. Diferentemente de outros países que passaram por este tipo de ruptura, não se verificou no Brasil grave crise financeira, reestruturação das dívidas, queda acentuada do produto, retorno da inflação etc. O desempenho da economia brasileira em 1999 foi mais do que satisfatório tendo em vista a magnitude da desvalorização ocorrida. Isto poderia ser atribuído a uma eficiente condução da política econômica após a mudança cambial ou, justamente, a forma como foi “arquitetada” a anunciada crise cambial, preservando-se as posições privadas e socializando-se os prejuízos, seguindo a história tradicional do país.

O objetivo do artigo é discutir este ponto, isto é, que um dos fatores que pode explicar a mudança da política cambial em janeiro de 1999 foi a concentração das obrigações em moeda estrangeira no setor público. Com isso, o efeito negativo da desvalorização concentrou-se no lado fiscal, no montante da dívida pública, preservando o setor privado, ou seja, não houve um efeito riqueza negativo sobre os agentes privados, o que explica a ausência da crise econômica pós-desvalorização.

O artigo está estruturado em três seções fora a introdução e a conclusão. A primeira apresenta uma breve revisão da literatura sobre crises cambiais. A segunda discute a evolução da economia brasileira pós-Real. A terceira apresenta indicadores sobre a oferta de *hedge* pelo setor público.

1. A literatura sobre crises cambiais

Assistiu-se na década de 90 o ressurgimento da literatura sobre crises cambiais em virtude da emergência de uma série de crises que pareciam não serem explicadas pela literatura tradicional desenvolvida nos anos 70 e 80 e seus modelos que buscavam explicar as crises daquele período, os chamados modelos de primeira geração.

Estes modelos se baseiam na existência de políticas macroeconômicas inconsistentes com a manutenção de taxas de câmbio fixas. A idéia básica era de que o financiamento de déficits públicos com expansão monetária provocaria a apreciação da taxa de câmbio real e a perda de reservas, que ao atingir um nível crítico, inviabilizaria a manutenção das taxas nominais de câmbio fixas e ocorreria o ataque especulativo. Note-se que nestes modelos, a crise cambial é um resultado previsível da inconsistência macroeconômica e assume-se que os governos têm um comportamento linear, isto é, o comprometimento dos governos com a taxa de câmbio fixa independe do estado da economia¹.

As crises cambiais do Sistema Monetário Europeu, México, Ásia e outras na década de 90 mudaram a percepção sobre seus determinantes. A principal alteração está no fato de se considerar um governo com múltiplos objetivos que a cada momento avalia a conveniência de manter a defesa da taxa de câmbio, isto é, faz-se uma análise custo/benefício da manutenção da política cambial e o comportamento do governo frente a esta questão pode se alterar com as modificações do estado da economia.

Nestes modelos denominados de segunda geração abre-se a possibilidade para as chamadas crises auto-realizáveis. Nestes modelos, um governo, além de manter a taxa de câmbio, pode ter como objetivos um maior crescimento econômico, uma baixa taxa de desemprego, a estabilidade do sistema financeiro, um limite máximo para a dívida pública

¹ A respeito dos chamados modelos de primeira geração ver o artigo pioneiro de Krugman (1979) e os *surveys* de Flood e Marion (1999) e Agénor e Montiel (1999) capítulo 16.

e seus encargos, entre outros. Para evitar que um ataque especulativo seja bem sucedido em causar a desvalorização da moeda, o governo deve ter reservas suficientes para jogar contra o mercado e utilizar outros instrumentos como a elevação da taxa de juros para sinalizar a disposição em manter a política cambial. Isto, porém, possui um custo sobre os demais objetivos do governo: ampliação do desemprego, contenção do crescimento econômico, aumento da inadimplência e conseqüentemente possibilidade de crises financeiras, deterioração fiscal, entre outros. Assim, independentemente dos fundamentos da economia considerados nos modelos de primeira geração, o mercado avalia tanto a capacidade de se enfrentar um ataque especulativo como a disposição em fazê-lo, isto é, as restrições existentes em termos de objetivos do setor público.

Quando se acredita que o custo em defender o câmbio supera o benefício ataca-se a moeda forçando a desvalorização. Note-se, porém, que as expectativas dos agentes não são formadas do nada, o que estes modelos acabam fazendo é ampliando o conjunto de variáveis consideradas como potenciais geradores de crises cambiais, ampliam-se os chamados fundamentos ao considerar-se um governo com múltiplos objetivos².

Dois pontos merecem destaque na literatura recente. O primeiro refere-se ao chamado efeito contágio em que os efeitos da crise cambiais em um país se espalham para outros países. Esta possibilidade decorre da chamada “globalização financeira”. Neste quadro, as crises cambiais se manifestam principalmente pelos desequilíbrios na conta capital e não nas transações corrente, amplia-se a vulnerabilidade dos países, a velocidade de transmissão das crises e a severidade das mesmas.

Uma das explicações para a maior volatilidade dos fluxos de capitais é a redução do incentivo à busca de informações sobre os países específicos, no contexto de globalização, em decorrência tanto dos custos associados a isto e da existência de informações assimétricas, como pela ampla diversificação possível em termos de países e da facilidade de reversão das posições. Com poucas informações, ao ampliar-se a incerteza provoca-se grandes rupturas nos fluxos. Um outro ponto salientado por Goldenstein et alli (1993) é a chamada convergência de opiniões que resulta da concentração dos recursos em gestores profissionais de fundos, que são avaliados pelo desempenho relativo, além de compartilharem informações e “crenças” semelhantes, o que faz com que estes atuem em consonância com o “mercado”. Gera-se o que se pode denominar de “efeito-manada” explicando a grande volatilidade e, dada a integração dos mercados, a possibilidade de crises sistêmicas, pelo efeito contágio.

Pode-se destacar, conforme IMF (1999), alguns mecanismos pelos quais as crises nos países emergentes se dão em ondas:

- i. a possibilidade de choques comuns, por exemplo, a elevação da taxa de juros internacional, que coloca sob pressão diversos tanto de crises econômicas nos países que sofrem os ataques como da ampliação da competitividade do país cuja moeda se desvalorizou;
- ii. canais financeiros, este podem vir da necessidade dos investidores diminuírem a exposição ao risco quando ocorre a crise em algum país tendo que sair de outros ou por necessidades de cobertura de liquidez decorrentes de perdas em determinado mercado;

² A respeito dos modelos de segunda geração e para análises das crises cambiais na década de 90 ver: Flood e Marion (1999), Einchengreen et alli (1995), IMF (1999) Agénor e Montiel (1999) entre outros.

- iii. mudanças nas expectativas do mercado em relação a mercados;
- iv. pressões pelo lado comercial que pode advir um país devido a reavaliações que se faz de sua situação em virtude da crise em outro país.

Dado os vários canais de transmissão, vários indicadores podem ser usados para medir a vulnerabilidade dos países para o efeito contágio: apreciação da taxa de câmbio, déficit em conta-corrente, mudanças nos termos de troca, distribuição das transações por origem e destino, magnitude e composição (modalidade e investidores) da dívida externa, ativos financeiros líquidos em relação as reservas internacionais, grau de exposição do sistema financeiro, taxa de crescimento do PIB, taxa de desemprego, déficit público etc. Assim, uma linha de trabalho que tem se desenvolvido é a criação de indicadores compostos que medem a vulnerabilidade dos países ao efeito contágio.³

Outro aspecto refere-se a análise das chamadas crises gêmeas: cambial e bancária/financeira. Chama a atenção no período recente a ocorrência quase simultânea de ambas em vários países. Isto pode ser decorrência dos processos de desregulação bancária, que pode ampliar a exposição dos bancos ao risco, e da liberalização financeira em relação aos fluxos de capitais que possibilita a transmissão de uma crise para outra.⁴ Várias são as ligações teóricas possíveis entre as duas crises:

- (i) do Balanço de Pagamentos para o sistema financeiro:
 - a) uma elevação na taxa de juros internacional com taxa de câmbio fixa pode provocar a perda de reservas que na ausência de esterilização pode provocar uma ruptura no crédito e a ampliação da falências (inadimplência) provocando a crise financeira (*credit crunch*);
 - b) se os bancos carregarem passivos denominados em moeda estrangeira com os ativos denominados em moeda nacional, uma desvalorização cambial provocaria a crise financeira;
- (ii) do sistema financeiro para o Balanço de Pagamentos: Quando se iniciam problemas no sistema financeiro e o Banco Central passa a atuar como emprestador em última instância, isto provoca uma grande expansão monetária podendo levar a crises no BP nos moldes descritos nos modelos de primeira geração;
- (iii) a existência de causas comuns que determinam as crises bancária e cambial, por exemplo, a lógica dos planos de estabilização utilizado em uma série de países da América Latina, que combinavam apreciação cambial, com a conseqüente deterioração das contas externas, e um *boom* de demanda, decorrente da própria estabilização, retroalimentado pela expansão do crédito interno, que muitas vezes decorriam do repasse de recursos externos pelos bancos. Qualquer reversão do fluxo externo, elevação da taxa de juros internacional, política restritiva interna, poderia detonar ambas as crises.

Os principais resultados acerca desta relação, que gera crises mais profundas do que as isoladas, são de que, por um lado, não existe uma única relação entre os dois tipos de crise; em geral, as crises bancárias precedem as crises cambiais, sem que isto signifique

³ Ver a este respeito IMF (1999).

⁴ Um trabalho pioneiro neste sentido é o de Diaz-Alejandro (1985) que analisa como se relaciona a liberalização financeira e a desregulamentação bancária no Chile no final dos anos 70 com a crise cambial e financeira vivida por aquele país no final da década de 70 e início dos anos 80. Um importante trabalho em relação às crises gêmeas é o de Kaminsky e Reinhart (1999).

esta ser a causa das últimas, isto decorre, principalmente, da existência de fatores comuns, sendo assim a precedência de uma ou de outra é questão de circunstância. Por outro lado, as crises são precedidas por uma deterioração de fundamentos macroeconômicos - déficit público, déficit em transações correntes, recessão etc. – que provoca uma mudança nas expectativas do mercado.

Além da literatura sobre crises cambiais é relevante para entender a crise brasileira as análises referentes aos determinantes do fluxo de recursos externos e sua gestão e as conseqüências dos planos de estabilização centrados na âncora cambial.

Em relação aos fluxos externos a literatura tenta identificar se este se dá por fatores internos ao país, por exemplo, reformas econômicas que aumentam a confiança dos investidores, ou por fatores externos, associados a queda no retorno das aplicações nos países industrializados. Em geral conclui-se que se o fluxo de recursos é determinado pelos fatores externos, estes tendem a ser mais voláteis podendo reverter com mais facilidade. O trabalho de Calvo et alli (1992) analisando a reinserção da América Latina no fluxo voluntário de capitais nos anos 90 e o de Bacha (1993) analisando o caso brasileiro concluem pela preponderância dos fatores externos, o que fragilizaria a posição dos países.

Quanto ao impacto do fluxo de capitais sobre a economia e sua gestão argumenta-se que estes tendem a provocar uma apreciação cambial com expansão da demanda. Isto pode ser contornado por políticas monetárias contracionistas, esterilização dos fluxos, que provoca a ampliação da dívida pública, penalização do investimento e pode comprometer a competitividade futura da economia. Ou ainda pode-se compensar por superávits fiscais que teriam a vantagem de não penalizar o investimento. Assim, mostra-se que em geral quando um país tem problemas fiscais os fluxos de capitais podem ter um efeito perverso no longo prazo.

Em relação as estratégias de estabilização em geral mostra-se o *trade-off* entre controle de preços e competitividade associado a utilização da âncora cambial e como a persistência da taxa de câmbio como única base para a estabilidade durante um período prolongado provoca a deterioração dos fundamentos econômicos e leva a gestação das crises cambiais.

Nas seções seguintes discutir-se-á o caso brasileiro tendo como referência as questões levantadas nessa seção.

2. A estratégia do Real e a consolidação da crise cambial

Na década de 90 o Brasil reingressou no fluxo voluntário de recursos externos tendo passado no período 1991/99 por um ciclo praticamente completo: uma grande ampliação na entrada de recursos, que viabilizou um acúmulo sem precedentes no volume de reservas internacionais (bastante explorado para se conseguir a estabilização), algumas reversões no caminho culminando no final de 1998 com uma grande ruptura que levou a crise cambial.

Neste período, além de um conjunto de reformas relacionadas a inserção internacional do país e a mudança no papel do Estado, deu-se o lançamento do Plano Real, em julho de 1994, que possibilitou uma profunda redução nas taxas inflacionárias. Apesar do sucesso do plano, foram se colocando ao longo do tempo uma série de ingredientes que poderiam detonar uma crise cambial: elevação da dívida externa, apreciação cambial, piora do saldo em transações correntes, baixo crescimento das exportações, elevação do déficit público e da dívida pública, ampliação do déficit quase-fiscal, baixas taxas de crescimento e aumento do desemprego etc.

Apesar do conjunto de indicadores terem se deteriorado ao longo dos anos, a nossa questão é se a mudança cambial de 1999 foi decorrência apenas da piora dos indicadores que levou ao ataque especulativo ou decorreu da criação de um terreno adequado para que a mudança ocorresse. Nesta seção discutir-se-á a evolução de alguns indicadores.

A reinserção do país no fluxo voluntário de recursos externos no início da década de 90 se deve, além das transformações institucionais ligadas ao amplo processo de liberalização financeira que se iniciou no final dos anos 80, à redução da taxa de juros internacional frente às elevadas taxas internas de juros reais combinada com uma política cambial de manutenção da taxa de câmbio real fixa que propiciava um ganho significativo para o investidor estrangeiro⁵. Este processo permitiu uma ampla acumulação de reservas devido aos superávits na conta capital⁶ enquanto, em um primeiro momento, a política de manutenção da taxa de câmbio impedia a deterioração do saldo da Balança Comercial e do saldo em Transações Correntes.

Balanzo de Pagamentos Brasil Itens Selecionados: 1990-1998 (US\$ milhões)

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Balança Comercial	10.753	10.579	15.308	12.938	10.440	-3.158	-5.554	-8.357	-6.474
Exportações	31.414	31.620	35.862	38.597	43.545	46.506	47.747	52.990	51.120
Importações	20.661	21.041	20.554	25.669	31.105	49.664	53.301	61.347	57.594
Balança de Serviços	-15.369	-13.542	-11.339	-15.585	-14.743	-18.594	-21.707	-26.897	-28.798
Juros	-9.748	-8.621	-7.253	-8.280	-6.338	-8.158	-9.840	-10.391	-11.948
Lucros	-1.591	-665	-574	-1.831	-2.483	-2.590	-2.374	-5.597	-7.181
Saldo em Trans. Corr.	-3.782	-1.407	6.144	-592	-1.689	-17.972	-24.347	-33.054	-33.611
Balança de Capitais	-420	4.097	4.764	12.524	14.294	29.359	32.148	25.864	25.641
Investimento Direto	281	104	1.580	714	1.972	4.313	9.976	17.085	25.893
Investimento de Portfólio	104	0,3	1.704	6.651	7.280	2.294	6.040	5.300	-1.851
Empréstimos e Financ.	5.009	6.492	9.309	13.170	52.893	14.736	26.414	30.586	61.984
Amortizações	-8.826	-7.827	-8.572	-9.978	-50.411	-11.023	-14.271	-28.701	-33.587
Saldo do BP	-4.202	2.690	10.908	11.932	12.939	13.480	8.774	-7.865	-7.970
Reservas Internacionais	9.973	9.406	23.754	32.211	38.806	51.840	60.110	52.173	44.556

Fonte: Banco Central

Neste quadro de folga cambial, com as reservas em um US\$ 40 bilhões, e abertura comercial consolidada nos anos anteriores, lançou-se o Plano Real. Este se constituía em uma reforma monetária bastante engenhosa em que numa primeira etapa promoveu-se uma ampla indexação da economia através da URV cujo objetivo era permitir o alinhamento dos

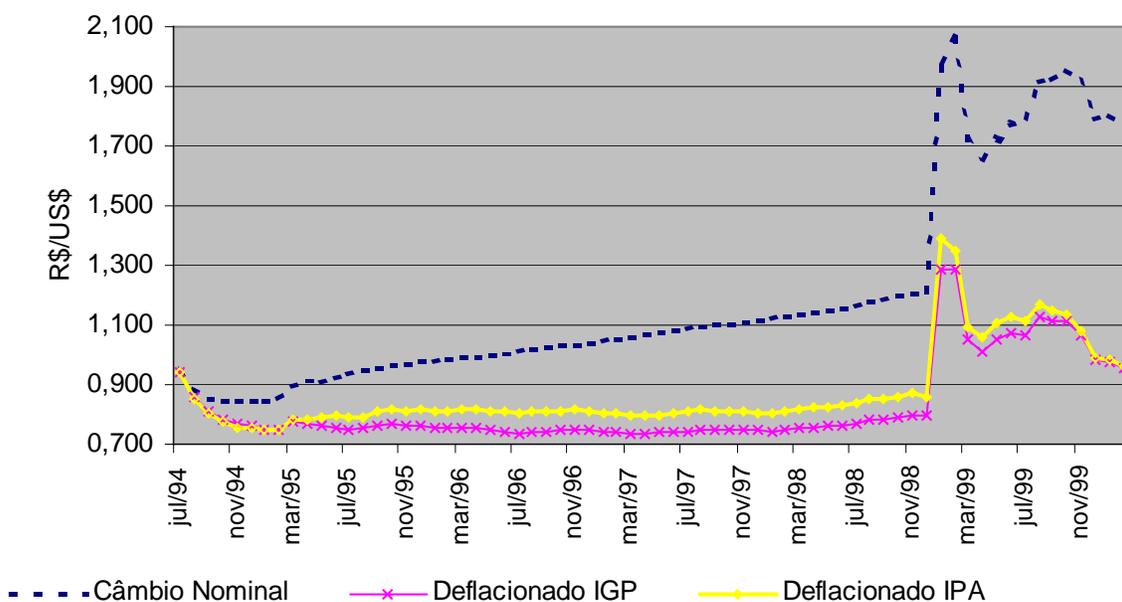
⁵ Uma estimativa dos ganhos do investidor estrangeiro pode ser vista em Garcia e Barcinski (1998); a respeito do processo de liberalização financeira no Brasil ver Freitas (1996) e Gonçalves (1996).

⁶ Os superávits na conta capital na década de 90 superaram os 3% do PIB. A respeito do fluxo de capitais para o Brasil nos anos 90, sua magnitude e composição, ver: Garcia e Barcinski (1998).

preços relativos. Passada essa fase efetuou-se a transformação da unidade de conta (URV) em moeda, o Real, recorrendo-se a ancoragem cambial para garantir a queda da inflação.

Vários países na América Latina usaram modelos de estabilização com âncora cambial, fixando o valor da moeda nacional em relação ao dólar e, em alguns casos, permitindo a livre conversibilidade. A fixação da taxa de câmbio força a convergência dos preços internos aos preços internacionais, mas esta não se dá de forma instantânea, havendo um período ao longo do qual a inflação interna supera a internacional (inflação residual), levando a apreciação da taxa de câmbio real e a perda de competitividade da economia. Este é o dilema básico deste tipo de programa. No Brasil, pode-se dizer que o governo recorreu a uma “super-âncora”, pois além da apreciação associada à inflação residual, o Banco Central deixou o câmbio flutuar, em um contexto de excesso de oferta de moeda estrangeira e, inclusive, em alguns momentos, entrou ampliando a oferta afim de forçar uma valorização da taxa de câmbio nominal. O gráfico abaixo mostra a apreciação na taxa de câmbio no imediato pós-Real.

Taxa de Câmbio Nominal e Deflacionada, Jul/94 a Fev/00.



A estabilização também provocou uma grande expansão da demanda (consumo e investimento). O crescimento do consumo está associado tanto aos ganhos de renda real, principalmente da camada de baixa renda em decorrência da queda do imposto inflacionário, como à recuperação dos mecanismos de crédito, além do próprio aumento do emprego e dos salários decorrentes da expansão econômica. Os investimentos se ampliaram pela maior confiança dos agentes no quadro de estabilidade. Note-se que o crescimento da demanda se deu apesar da manutenção das elevadas taxas de juros. Deve-se destacar a importância do aumento das operações de crédito para o crescimento da demanda. Esta expansão possibilitou aos bancos compensar em parte a perda da receita inflacionária, mas o sucesso desse ajuste dependia do retorno futuro dos empréstimos.

A apreciação cambial combinada com o crescimento econômico levou à uma rápida reversão da Balança Comercial que passou de superávits mensais superiores a US\$ 1 bilhão para déficits já no final do ano. Isso juntamente com o crescimento constante das despesas com juros e remessa de lucros, ampliou o déficit em transações correntes. Assim, a manutenção desta estratégia dependia da continuidade do fluxo de capitais para o país.

No início de 1995 veio o primeiro teste para a política adotada - a crise mexicana. Neste momento revelou-se qual seria o teor da política econômica nos anos seguintes. A resposta do governo à fuga de recursos que se verificou foi a elevação da taxa de juros, um conjunto de políticas restritivas (controle de crédito) e a alteração da política cambial com a adoção do sistema de mini-bandas com uma desvalorização projetada em torno de 7% a.a.. Note-se que o novo sistema cambial impedia novas apreciações da taxa de câmbio, mas não compensava de imediato a apreciação verificada nos meses anteriores, ou seja, mantinha-se o câmbio sobrevalorizado. Essa política sinalizava a opção do governo por uma estratégia gradualista de correção cambial, assumindo que a inflação ficasse abaixo deste patamar, a defasagem cambial seria eliminada após algum tempo, bastando que os investidores estrangeiros financiassem o tempo necessário. A política adotada, no entanto, trouxe uma série de conseqüências para a economia.

Em primeiro lugar deve-se destacar o sucesso do governo em abortar o ataque especulativo e manter a taxa de câmbio. O Banco Central perdeu em torno de US\$ 12 bilhões de reservas, mas a elevação da taxa de juros fez com que rapidamente voltassem os recursos, com as reservas atingindo US\$ 60 bilhões de dólares já no final do ano.

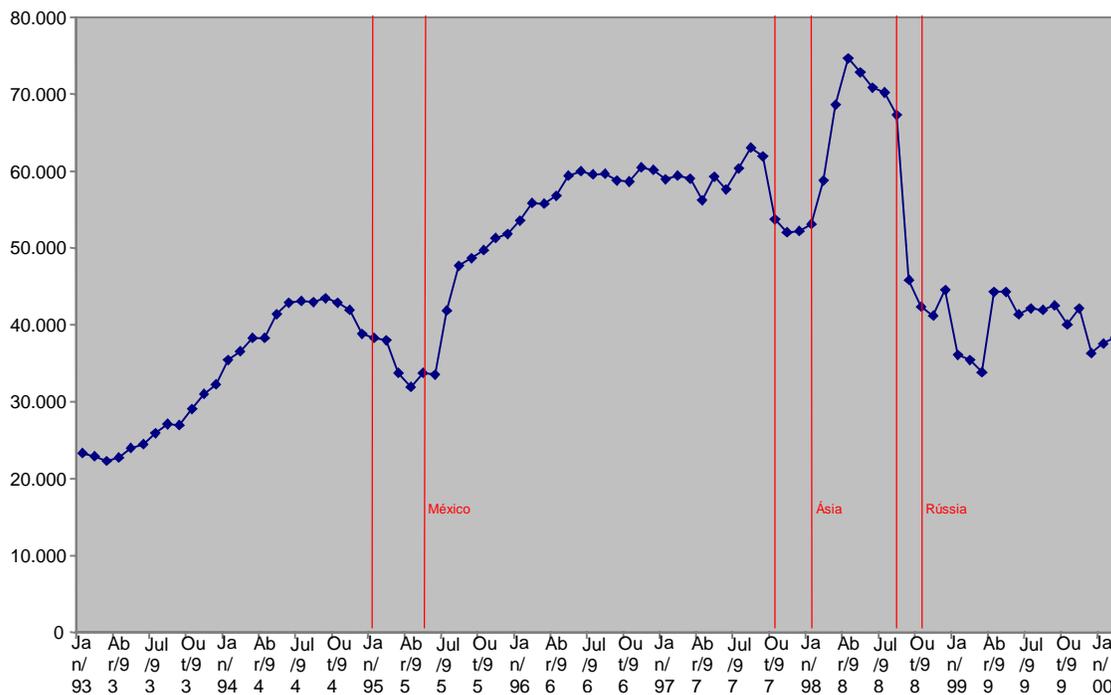
Como efeito da política adotada e com a reversão das expectativas dos agentes verificou-se uma grande retração na atividade econômica. Como grande parte da expansão anterior tinha se dado com base no crédito e a retração se deu antes que as decisões anteriores de investimento tivessem maturado verificou-se um grande aumento na taxa de inadimplência da economia que acabou provocando o princípio de uma crise financeira com a quebra de dois grandes bancos privados⁷. Esta crise não se espalhou devido à atuação do Banco Central como prestador em última instância que rapidamente socorreu o sistema e iniciou um amplo processo de reestruturação do sistema financeiro, por meio do PROER, com fusões, transferências acionárias e abertura para os bancos estrangeiros, com o que esperava-se aumentar a solidez do sistema.⁸ Paralelamente, lançou-se um programa semelhante para a reestruturação dos bancos estaduais – o PROES – que correspondia a empréstimos da União para cobrir os rombos destes bancos, mas vinculados ao comprometimento dos estados em privatizá-los ou transformá-los em agências de desenvolvimento. Estes programas de reestruturação do sistema financeiro levantaram uma série de dúvidas sobre o montante de recursos que iria ser gasto e o impacto futuro que geraria sobre as contas públicas⁹.

⁷ Ver por exemplo o trabalho de Cinquetti (1999) em que o autor aborda a emergência da crise financeira como decorrência da reversão dos investimentos em 1995, ocorrendo uma crise do tipo descrito por Minsky.

⁸ Sobre o processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro – fusões, aquisições, transferências, entrada de bancos estrangeiros – e alterações na regulação ver Puga (1999).

⁹ Os desequilíbrios do sistema financeiro, quando se sabe que o governo assumirá o rombo, é considerado como déficit quase-fiscal, pois não aparece de imediato na necessidade de recursos do governo mas em algum momento futuro irá onerá-lo. No caso brasileiro, os desequilíbrios patrimoniais dos bancos se juntam aos desequilíbrios do FGTS, da Previdência e de outros fundos públicos. Estes desequilíbrios potenciais acabam comprometendo a avaliação que se faz da situação fiscal do país.

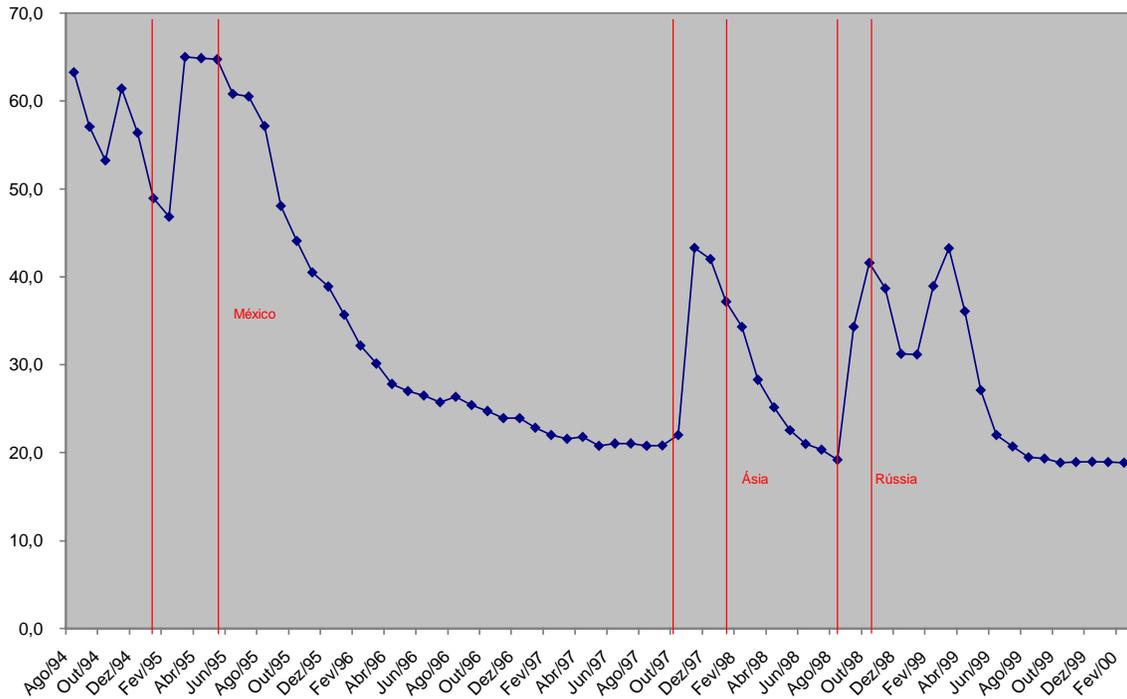
Figura 2 - Reservas Internacionais, em US\$ milhões



Um outro ponto importante decorre da mudança da política cambial. No período imediato pós-Real, como o governo deixou o câmbio flutuar, a entrada de recursos externos provocou a apreciação da taxa de câmbio. No novo regime, quando os recursos voltaram, para impedir nova apreciação, os novos recursos converteram-se em reservas. Para evitar o impacto monetário expansionista recorreu-se a esterilização com o conseqüente aumento da dívida pública. Esta dependência da política de esterilização decorreu da incapacidade de se fazer um ajuste fiscal adequado que pudesse compensar o impacto expansionista da entrada de recursos. Esta política penalizava ainda mais o lado fiscal pela diferença entre a taxa de remuneração das reservas e a taxa de juros paga nos títulos públicos¹⁰.

¹⁰ Ver, por exemplo, as estimativas de Gonçalves (1996) sobre o custo da acumulação de reservas no período 1992/94. O mesmo cálculo pode ser feito a partir de 1995.

Taxa de Juros (Over/Selic), % a.a.



A trava colocada pela taxa de câmbio e o desequilíbrio externo crescente definiam um patamar mínimo bastante elevado para a taxa de juros interna, sendo a trajetória seguida por esta totalmente determinada pelo contexto externo. O governo teve que, por mais duas vezes, dobrar a taxa de juros - no período na crise asiática no final de 1997 e na crise russa em meados de 1998. Esta dinâmica da taxa de juros combinada com o volume de dívida pública determinou uma trajetória de crescimento autônomo desta última e impôs pressões crescentes do lado fiscal. Este quadro aumentou as dúvidas sobre a capacidade de pagamento do governo, sendo a desconfiança ampliada pela sucessão de pacotes fiscais não cumpridos, o que deteriorava as condições de financiamento.

Um outro indicador relevante é a dinâmica do produto e do desemprego. A partir da crise mexicana houve uma ruptura no crescimento econômico que se verificara no imediato pós-Real. A partir de então se definiu uma trajetória do tipo *stop and go* em que os condicionantes externos (fluxo de capitais) definiam a condução da política monetária e o ritmo da economia.

Indicadores Econômicos Brasil: 1993/1998

Variável	Ano	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Tx de Crescimento do PIB - %a.a.		4.92	5.85	4.22	2.66	3.60	-0.12
Tx de Desemprego Aberto (IBGE)		5.3	5.1	4.6	5.4	5.7	7.6
INPC – IBGE		2489	929	22	9.1	4.3	2.5
NFSP – Operacional (%PIB)		-0.25	-1.32	4.88	3.75	4.3	7.5
NFSP – Primário (%PIB)		-2.67	-5.09	-0.36	0.09	0.94	-0.01
Dívida Interna Líquida/PIB (dez)				25.5	29.4	30.2	37.1
Div. Externa Liq/PIB (dez)				5.7	3.9	4.3	6.6
Dívida Total/PIB (dez)				31.2	33.3	34.5	43.7

Fonte: Banco Central

Na crise asiática, a resposta do governo em aumentar a taxa de juros e lançar o pacote fiscal ainda foi eficaz. No momento da crise houve uma redução no nível de reservas da ordem de US\$ 20 bilhões que rapidamente se recompôs voltando a um patamar superior ao anterior. Entre as seqüelas do ajustamento há o salto na taxa de desemprego e a retração do produto. Além disso, o não cumprimento do pacote fiscal e a grande elevação da dívida pública fizeram com que o mercado passasse a rejeitar os títulos pré-fixados, ampliando a opção pelo over, mostrando a desconfiança em relação a sustentabilidade da política. Deve-se destacar que já neste momento, o número de pessoas que defendiam a correção cambial era crescente. Todos os indicadores macroeconômicos mostram a deterioração das condições em 1998: taxa de desemprego, crescimento do PIB, déficit público, déficit em transações correntes, dívida pública/PIB, entre outros.

Não demorou e veio a crise russa e desta o país não saiu mais. Houve uma perda de reservas da ordem de US\$ 30 bilhões entre agosto e setembro de 1998 que, apesar da elevação da taxa de juros e do anúncio de um pacote fiscal, não mais se recuperou, o que refletia a descrença na possibilidade de manter a taxa de câmbio. Um indicador deste quadro foi a queda verificada no preço dos títulos da dívida externa brasileira (elevação dos *spreads* dos *C-Bonds*) logo após a crise russa que só voltaram a se recuperar depois da crise brasileira. Outra sinalização foi a negociação de um pacote de ajuda com o FMI no valor de US\$ 42 bilhões. Deve-se notar que este acordo possuía uma cláusula segundo a qual o volume mínimo de reservas que o país poderia atingir era de US\$ 20 bilhões, ou seja, limitava-se o poder do Banco Central em defender a taxa de câmbio, ampliando-se, portanto, as chances de sucesso de um ataque especulativo¹¹. Um ponto interessante no movimento de capitais no segundo semestre de 1998, é que diferentemente das crises anteriores em que a maior parte da saída de recursos se deu por residentes, neste momento todos os agentes estavam retirando seus recursos: bancos e investidores institucionais estrangeiros se juntaram aos residentes. Apenas os investimentos diretos se mantiveram¹².

Uma vez que a crise estava colocada era questão de circunstância o momento que

¹¹ Ver Averbug e Giambiagi (2000)

¹² Sobre o ataque especulativo no Brasil, o comportamento de cada um dos atores e a importância do efeito contágio da Rússia, ver Goldfajn (2000). Sobre o efeito contágio ver também IMF (1999).

ela ocorreria. A primeira ressalva para que ela ocorresse juntamente com a russa era o calendário eleitoral. Apesar desta já se justificar em agosto e setembro, em outubro ocorreriam as eleições presidenciais e o presidente ainda tinha como a grande conquista do seu primeiro mandato a estabilização, assim, esta não poderia ser colocada em risco. Para empurrar a crise o governo teve que assumir o ônus de uma mudança latente na taxa de câmbio. Assim, o segundo semestre de 1998 é uma “preparação para se jogar a toalha”, com o setor privado se livrando do risco cambial e transferindo-o para o governo. A exposição do setor privado ao câmbio pode ser considerada o segundo fator a retardar a alteração.

3. Mudança cambial: a socialização do prejuízo.

Como destacado na seção anterior, os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira foram se deteriorando significativamente a partir de 1995. Entre outras coisas, a manutenção do câmbio sobrevalorizado no período significou a ampliação do endividamento externo, um aumento significativo da dívida pública e o retardamento do crescimento. No primeiro momento esta opção se justificava pelo trauma inflacionário, mas o que dizer quando da crise asiática ou da crise russa. A grande perda de reservas verificada principalmente nesta última, o quadro recessivo, a elevada taxa de desemprego, a deterioração do saldo em conta-corrente, a elevação da razão dívida pública/PIB, enfim, todos os fatores já poderiam justificar a mudança cambial em meados de 1998.

Alguns autores¹³ alegam, que mesmo nesse quadro era possível a manutenção da política cambial e que o país no final de 1998 já começara a se recuperar da crise russa. Estancara-se a perda de reservas e já se entrava em uma trajetória declinante da taxa de juros. Eram outros os determinantes da crise cambial brasileira: a queda nos termos de troca, a não aprovação de medidas importantes para o ajuste fiscal pelo Congresso Nacional no segundo semestre de 1998 e a “moratória mineira” decretada por Itamar Franco em janeiro de 1999 (efeito pão de queijo).

A nossa hipótese é de que a mudança cambial já estava definida na crise russa e a espera de seis meses decorreu do calendário eleitoral e do processo de transferência do risco cambial para o setor público.

**Dívida Externa Total, Setor Público e Setor Privado,
US\$ milhões, 1994/98**

	Dívida Externa Total (ao final de cada ano)		
	Total	Setor Público	Setor Privado
1994	148.295	87.330	60.965
1995	159.256	87.455	71.801
1996	179.935	84.299	95.636
1997	199.998	76.247	123.751
1998	243.165	95.194	147.971

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil

¹³ Ver, por exemplo, Averbug e Giambiagi (2000)

Uma característica do endividamento externo brasileiro na década de 90 é o predomínio das captações privadas. A tabela abaixo mostra que até 1997 o aumento da dívida externa brasileira se deu exclusivamente pelo endividamento do setor privado, cuja participação saltou de 40% na dívida total em 1994 para 62% em 1997¹⁴. Em 1998 já se percebe uma reversão na tendência de ampliação da participação do setor privado.

Com o grande endividamento externo do setor privado o risco que se coloca em uma desvalorização cambial é uma deterioração patrimonial do mesmo com risco de crises econômicas (queda do consumo e investimento – efeito riqueza), crise financeira (falências, quebras bancárias etc.) entre outros efeitos. No Brasil, a mudança cambial não provocou esse processo disruptivo. Por quê?

A resposta decorre da possibilidade de *hedge* oferecida aos agentes que permitiram que estes se livrassem do risco cambial. As instituições financeiras que respondiam por algo em torno de 1/3 da dívida externa do setor privado possuíam uma baixa exposição ao risco câmbio com ativos externos que de certa forma compensavam o passivo externo. No entanto, mesmo este setor, junto com os demais agentes, buscaram formas de “*hedgear*” suas posições: mercado futuro, moeda estrangeira e outros ativos atrelados a moeda estrangeira. A questão era: quem ofereceria *hedge* em um momento no qual todos avaliavam ser insustentável a política cambial. Novamente a resposta foi o setor público, como já havia sido feito em outros momentos da história do país.¹⁵

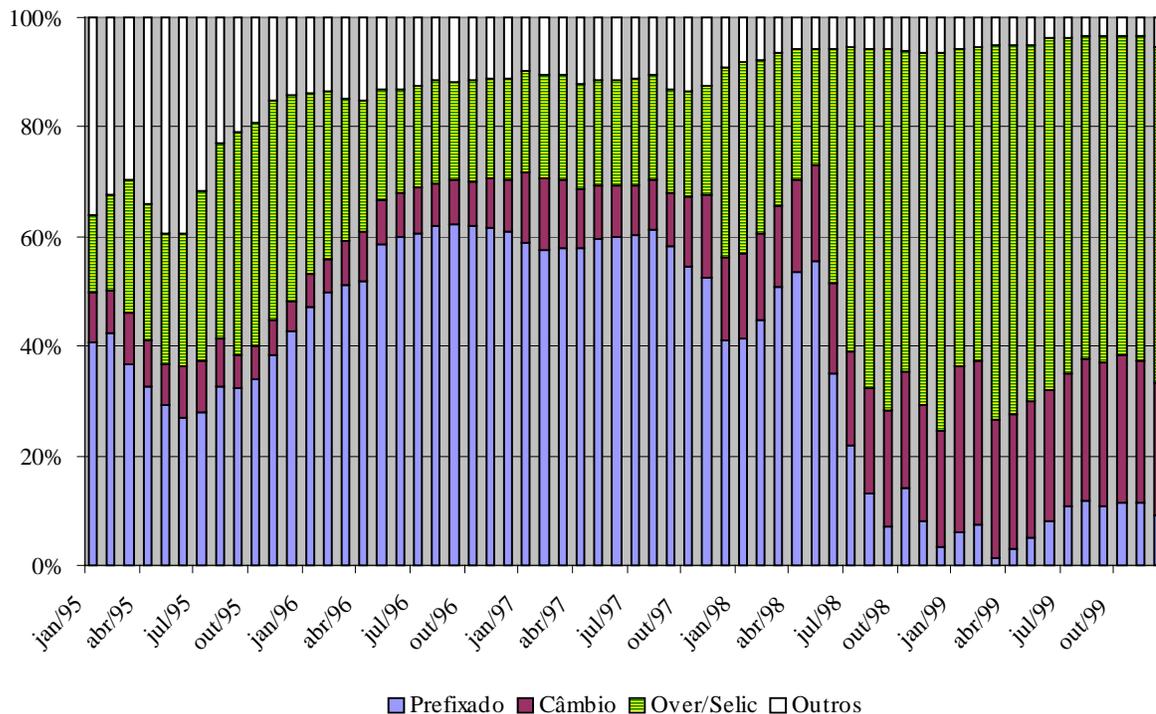
A primeira forma de atender a demanda dos agentes por proteção cambial foi a venda de moeda estrangeira. Como vimos, a perda de reservas entre agosto e setembro de 1998 situou-se acima dos US\$ 30 bilhões. Este é um custo, em geral não considerado, mas que se tomarmos o valor pelo qual o governo vendeu os dólares neste período e o valor que chegou a taxa de câmbio no início de 1999 percebe-se o enorme custo de oportunidade desta operação e os ganhos que o governo propiciou àqueles que adquiriram as reservas¹⁶.

A segunda forma utilizada foi a alteração na composição da dívida pública por tipo de indexador. O que se observa na figura abaixo é a forte retração nos títulos pré-fixados. Estes começaram a se reduzir no final de 1997, tendo uma recuperação depois da crise asiática, voltando a se retrair a partir de maio de 1998, quando a sua participação era de 55% e passou para apenas 3% em dezembro deste ano. Esta queda foi captada, principalmente pelos títulos indexados ao over que representam uma proteção mais adequada aos movimentos no mercado cambial. Outra parcela foi para os títulos indexados à própria taxa de câmbio, cuja participação estava em torno de 10% do total ao longo de 1997 saltando para 21% no final de 1998, o que significava um *hedge* em torno de US\$ 60 bilhões. Considerando que a desvalorização da taxa de câmbio em janeiro de 1999 foi em torno de 65%, só neste mês o prejuízo para o Tesouro Nacional, ou o aumento da dívida pública por este componente foi da ordem de R\$ 50 bilhões.

¹⁴ Este processo se mostra com mais clareza ainda se pegarmos o início da década. Neste período a dívida externa total do setor público foi se reduzindo enquanto o setor privado ia ocupando o espaço.

¹⁵ Como, por exemplo, na passagem a década de 70 pra a de 80.

¹⁶ Comparando-se a taxa de câmbio de agosto de 1998 com a de janeiro de 1999 a venda de reservas gerou uma perda da ordem de R\$21 bilhões de reais.



Além desses mecanismos, o governo ainda atuou no mercado futuro vendendo dólares para atender a demanda do setor privado. Considerando-se os prejuízos incorridos pelo governo, segundo divulgação da imprensa, da ordem de US\$ 4 bilhões, o que diz respeito apenas a diferença entre o valor de venda acertado e o valor de mercado, pode-se chegar a um *hedge* por este mecanismo da ordem de US\$ 8 bilhões¹⁷⁷.

Com base nessas informações pode-se concluir que no momento da mudança cambial, apenas uma pequena parcela da dívida externa do setor privado não estava protegida. Assim, as perdas decorrentes da desvalorização cambial concentraram-se no setor público e em alguns poucos agentes do setor privado.

Conclusão

A socialização dos prejuízos decorrentes da mudança cambial, ou seja, a proteção dos agentes que estavam expostos ao risco cambial pelo setor público, é um fenômeno antigo na história brasileira. Celso Furtado relatou vários desses episódios no seu livro clássico **Formação Econômica do Brasil**. No final dos anos 70 tivemos um processo semelhante com as possibilidades de Depósito em Moeda Estrangeira no Banco Central. Enfim, este é um fato recorrente no país, assim, parece justo considerar-se que, novamente, a definição sobre o momento da desvalorização cambial está relacionada a quais agentes estão expostos ao risco da mudança.

Os prejuízos incorridos pelo setor público ao longo dos últimos anos ainda devem ser melhor estimados. Deve-se calcular tanto o custo da manutenção da política de câmbio

¹⁷⁷ Grande parte deste *hedge* foi “oferecido” pelos bancos oficiais.

valorizado desde 1995 por meio de taxas de juros estratosféricas, como o custo do governo ter assumido quase isoladamente o risco cambial¹⁸.

Esta forma de conduzir o processo explica, por outro lado, o melhor desempenho da economia brasileira em 1999. A ausência de um efeito-riqueza negativo sobre o setor privado explica porque não houve uma recessão significativa pós-desvalorização, porque não ocorreram as falências e a crise financeira, enfim, porque não houve uma desestruturação do setor privado. O baixo impacto inflacionário da desvalorização relaciona-se tanto a baixa atividade econômica em que a economia se encontrava como ao fato de a taxa de câmbio estar muito valorizada no período anterior. Mas a questão que ainda deve ser considerada é qual o tamanho de sacrifício que ainda se exigirá para compensar a deterioração das contas públicas. Novamente a questão é a distribuição desigual do peso do ajustamento.

Bibliografia

- AGÉNOR, P.R.; MONTIEL, P. (1999). **Development Macroeconomics**, 2nd ed., Princeton: Princeton University Press,
- AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. (2000). **A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências**, Texto para discussão – BNDES, n.º 77.
- BACHA, E. L. (1993). **Latin America's Reentry into Private Financial Markets: Domestic and International Policy Issues**, Texto para discussão - PUC-RJ, n.º 299.
- CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C.M. (1992). **Capital Inflows to Latin America: The 1970s and 1990s**, IMF Working Papers\92\85.
- CINQUETTI, C. (2000). **The Real Plan: Stabilization and Destabilization**, World Development, Vol. 28, nº 1.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985). **Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash**, Journal of Development Economics, Vol. 19, nº 1.
- EICHENGREEN, Barry, Rose, Andrew and Wyplosz, Charles (1995). **Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks**, Economic Policy.
- FLOOD, R.; MARION, N. (1999). **Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature**, International Journal of Finance and Economics, nº 4.

¹⁸ Considerando-se o aumento do custo por não ter se aceitado a mudança cambial junto com a crise russa, isto é, os prejuízos acumulados do retardamento da mudança entre agosto de 1998 e janeiro de 1999, isto, juntamente com a paralisia das reformas nos anos anteriores, podem ser considerados os custos da reeleição.

- FREITAS, C. E. (1996). **Liberdade Cambial no Brasil**, In: Baumann, R. (org.) O Brasil e a Economia Global. Rio de Janeiro: Campus/SOBEET.
- GARCIA, M.G.P.; BARCINSKI, A. (1998). **Capital Flows to Brazil in the Nineties: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls**, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 38, n° 3.
- GOLDFAJN, I. (2000). **The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis**, Texto para discussão - PUC-RJ, n.º 422,.
- GOLDSTEIN, M. et alli (1993). **International Capital Markets Part I: Exchange Rate Manegement and International Capital Flows**, Washington, IMF.
- GONÇALVES, R. (1996). **Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira**. In: Baumann, R. (org.) Op. Cit.
- IMF (1999) – **World Economic Outlook**, may
- KAMINSKY, G.L.; REINHART, C.M. (1999). **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems**, American Economic Review, Vol. 89, n° 3.
- KRUGMAN, P. (1979). **A Model of Balance-of-Payments Crises**, Journal of Money, Credit, and Banking, n° 11.
- PUGA (1999). **Sistema Financeiro Brasileiro: reestruturação recente, comparação internacional e vulnerabilidade à crise cambial**, Texto para Discussão – BNDES n.º 68.