



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

BRASIL E ARGENTINA: AS TRAJETÓRIAS QUE ACARRETARAM
CRISES CAMBIAIS E A VOLTA AO CÂMBIO FLUTUANTE

Priscila Lage de Moraes
Nº. de matrícula: 0115127

Orientador: Arminio Fraga

Julho 2005

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Dedico essa minha monografia à minha querida mãe pelo seu amor, força e ensinamentos que me seguiram por toda a vida e me fizeram o que sou hoje.

Índice

- **Capítulo 1 - Introdução – pág 5**
- **Capítulo 2 - O Caso Brasileiro: Panorama Geral e história recente – pág 7**
- **Capítulo 3 - O Caso Argentino: Panorama Geral e história recente – pág 15**
- **Capítulo 4 – Crises Cambiais – Definição e apresentação teórica – pág 20**
- **Capítulo 5 -Crise Cambial no Brasil de 1998/99 e a volta à flutuação – pág 28**
- **Capítulo 6 - Crise cambial na Argentina em 2001/02 e a volta a flutuação – pág 38**
- **Capítulo 7 - Brasil x Argentina: mesmo fim, diferentes caminhos – pág 46**
- **Capítulo 8 -Conclusão – pág 50**
- **Referências bibliográficas – pág 53**

Capítulo 1

Introdução

Esse trabalho analisa as crises cambiais sofridas pelo Brasil em 1999 e Argentina em 2001/2002, comparando e relacionando as trajetórias desses dois países desde a adoção de um regime de câmbio fixo até a ocorrência dos ataques especulativos que culminaram em desvalorizações desordenadas e abandono do regime.

Nos anos 90, em um ambiente de maior comércio mundial e abertura da conta de capital, o câmbio fixo foi visto como a solução para controlar a inflação que vinha perturbando Brasil e Argentina a alguns anos. Depois de muitas tentativas frustradas de planos de estabilização, os responsáveis pela política econômica de tais países viram na âncora cambial o mais eficaz método de controlar a inflação. Assim, ainda que a custa de menor crescimento interno, foi realizado um aperto monetário com a intenção primordial de alcançar a estabilização. De fato, o que se observou foi que enquanto o desemprego crescia, a inflação desaparecia.

Os programas de estabilização e a opção pelo câmbio fixo se basearam em um arcabouço que acabou por se mostrar carente de bases de sustentação interna e preparo para a hipótese de ocorrência de crises agudas internacionais e interrupção do fluxo de capitais, como aconteceu ao longo dos anos 90. Houve um grande antagonismo entre as políticas fiscais iniciais e o aperto monetário do Banco Central. Formou-se um enorme déficit orçamentário. Quando o país começa a perder confiança dos agentes quanto a manutenção do regime, a persistência em reconquistá-la acaba exigindo que se tome medidas mais perversas. Desta forma, se torna quase que inevitável a deflagração de crises cambiais, desequilíbrios no balanço de pagamentos e desajustes econômicos.

Este trabalho também sugere que Brasil e Argentina, apesar de terem sofrido crises de causas similares, tiveram tempo e magnitudes distintas para a ocorrência de tais devido às diferentes estruturas e características de cada regime e objetivos econômicos. Enquanto o Brasil mais rapidamente deixou o câmbio flutuar e se recuperou da crise, a Argentina resistiu mais. A rigidez com que foi estabelecida a âncora cambial argentina, diversas vezes vista como a virtude do regime, foi no

momento da crise um grande entrave à flutuação e acabou por gerar maiores seqüelas econômicas ao país.

Essa monografia está dividida em 8 capítulos, incluindo essa introdução. Os capítulos 2 e 3 descrevem os processos de introdução dos regimes de câmbio fixo, respectivamente no Brasil e Argentina, assim como suas características e diferentes formas como se desenvolveram em cada país. O capítulo 4 apresenta uma definição e modelos teóricos de crises cambiais para ajudar na compreensão dos casos brasileiros e argentinos. No capítulo 5 é analisada a sucessão de fatos que acarretaram a crise cambial do Brasil em 1999, de acordo com o modelo apresentado no capítulo anterior, e seus aspectos e conseqüências econômicas. Da mesma forma, no capítulo 6 é analisada a crise Argentina. O capítulo 7 pondera o caso argentino e brasileiro. Para isso, é desenvolvida uma analogia e análise crítica entre os casos evidenciando suas semelhanças e diferenças. O capítulo 8 é uma conclusão sobre o que foi desenvolvido ao longo do trabalho, as causas que levaram o abandono do câmbio fixo no Brasil e Argentina e porque essa ruptura se deu de diferentes formas em cada país.

Capítulo 2

O Caso Brasileiro – Panorama Geral e história recente

Foi principalmente a partir da década de 70, que o Brasil sofreu grande endividamento, devido em grande parte, aos objetivos do II PND acrescidos do ônus imposto pelas duas crises do petróleo e pelo aumento dos juros internacionais.

Mas é somente na década seguinte que a crise vai vir à tona. Os anos 80 foram marcados por uma verdadeira ruptura no crescimento econômico brasileiro através da restrição de recursos externos e pelo agravante da desconfiança internacional, após a insolvência do México, em 1982. Instalou-se assim um novo cenário de estagnação econômica, queda do investimento, recrudescimento da inflação e conseqüente agravamento das desigualdades sociais.

As primeiras tentativas de combate à inflação foram através de planos nos quais se realizavam apertos fiscais e monetários. Com a disparada da inflação para um nível anual de 200% em 1984, ficou claro que essas medidas não eram suficientes. O fiasco do Plano Cruzado (1986) e a fase hiper-inflacionária apenas confirmaram essa teoria.

Desde o final da década de 70, alguns economistas brasileiros, em sua maioria vindos da PUC-Rio trabalhavam com o conceito de inflação inercial¹, ou seja, independente de outras causas, a inflação passada tendia a se replicar no futuro, nas asas da indexação generalizada da economia. As medidas adotadas na tentativa de se combater esse componente da inflação eram congelamento de preços e de salários. Uma série de congelamentos se sucedeu ao Plano Cruzado, todos, porém, redundaram em fracasso, inviabilizando esse caminho.

A conclusão a que muitos economistas chegaram, a partir dessa série de fracassos foi que se tornava necessário mexer nas contas públicas brasileiras

¹ Modelo de inflação inercial: foi iniciado por Simonsen nos anos 60 pela noção do componente de *feedback*. O economista diz que uma das maiores causas da inflação é a própria inflação. A visão heterodoxa de intervenção econômica está muito ligada à este modelo. Este conceito foi um desdobramento da distinção entre choques (fator acelerador) e inércia (mecanismo de propagação). Outro suporte a esta idéia foi a prática dos agentes econômicos em casos de inflação crônica, como indexação.

paralelamente ao combate à inflação inercial. “Tínhamos que atacar a área fiscal e a reforma do Estado” lembrou Gustavo Franco, um dos principais formuladores e executores do Plano Real, que viria a ser implementado.

Depois de uma acirrada disputa eleitoral com Luis Inácio Lula da Silva, chega ao poder em 1990, o presidente Fernando Collor de Mello. Assim que tomou posse, o novo presidente anunciou um plano de estabilização que instituía uma nova moeda, o Cruzeiro e confiscava por 18 meses os saldos em conta corrente, cadernetas de poupança e demais investimentos superiores a Cr\$ 50 mil. A equipe econômica chefiada por Zélia Cardoso de Mello também tomou medidas na direção de enxugar a máquina estatal com extinção de órgãos públicos e demissão de funcionários. Foi iniciado um programa de privatização de empresas estatais e também um processo de relativa abertura econômica, com redução das alíquotas de importações. Devido à baixíssima competitividade da indústria doméstica e a valorização da moeda nacional, ocorreu uma redução das exportações e das vendas no mercado interno.

Tais mudanças econômicas, ocorridas em decorrência do novo Plano, inseriram o país num contexto de enorme iliquidez, desemprego, falências, recessão e insatisfação da população e agentes econômicos. O produto interno bruto reduziu de US\$ 453 bilhões em 1989 para US\$ 433 bilhões em 1990. O presidente tentava se manter forte e irredutível à calamitosa situação.

Em Dezembro de 1990, a inflação voltou a preocupar alcançando índices de 19,39%. Isso levou o governo a decretar Plano Collor II em 31 de Janeiro de 1991. Foram realizadas mudanças na direção de intensificar a política de juros altos, abertura comercial e desindexação da economia. O governo estava implementando um projeto de modernização do Estado e tentando inserir o país na tendência mundial de economias de mercado. A abertura do mercado brasileiro para produtos importados incentivou o processo de reestruturação interna das indústrias e a economia começou a dar sinais de recuperação no final de 1992. Ainda neste ano foi denunciado envolvimento de corrupção dentro do próprio governo, comandado por Paulo César Faria, ex-tesoureiro da campanha presidencial de Collor. Foi instalada uma CPI para investigação do caso e acabou por ser recomendado o afastamento de Collor do posto de Presidente da República. O processo de *impeachment* foi aberto com grande apoio popular. Em

Setembro de 1992, a câmara aprovou e o presidente foi afastado do cargo e substituído interinamente pelo vice-presidente Itamar Franco. Em 29 de Dezembro, antes que fosse julgado e condenado pelo Senado, Collor renunciou e Itamar Franco assumiu definitivamente a presidência do Brasil.

Em 1993, depois de três tentativas sem sucesso, Fernando Henrique Cardoso foi nomeado o quarto ministro da Fazenda do governo Itamar Franco. Após as sucessivas mudanças de padrão monetário, de pacotes e congelamentos, seqüestro de contas e aplicações, o novo ministro decidiu pela convocação de um grupo de economistas, que se julgava capaz, com base em 10 anos de tentativas frustradas e um acúmulo de inflação de 310 bilhões por cento medidos pelo IPCA, de apresentar um plano de estabilização eficaz. Esse grupo incluía André Lara Resende, Pêrsio Arida, Gustavo Franco, Pedro Malan, Edmar Bacha, Winston Fritsch e Chico Pinto, todos ligados ao Departamento de Economia da PUC-Rio.

Desde o início, era consenso entre o grupo a necessidade de se combater a inércia inflacionaria e reorganizar as contas publicas. O fracasso do Plano Cruzado e das demais tentativas que se seguiram criaram um ambiente de conscientização de que algo de grande impacto deveria ser feito. Por outro lado, o trauma do Plano Collor fez com que Fernando Henrique determinasse que o programa fosse “sem sustos, sem congelamento e sem confisco”. Chegou a ser cogitada a adoção do “currency board”, regime implantado na Argentina que vinha obtendo sucesso dado a brusca queda das taxas de inflação no país. Contudo, havia uma rejeição do grupo à sugestão de abrir mão da moeda nacional. A idéia que mais se assemelhava àquilo que a equipe econômica pretendia, era algo do tipo “Plano Larida”², proposto em 1984, e que obedecia a condição do ministro de previamente ser anunciada a introdução de uma moeda indexada.

Uma série de reuniões e discussões foram feitas para determinar as premissas do novo plano de estabilização. Pode-se destacar três proposições básicas na elaboração do

² Plano Larida: Trabalho acadêmico dos economistas Pêrsio Arida e André Lara Resende em 1984. Propunha a criação de uma moeda com indexação diária, que reajustasse automaticamente todos os preços e contratos da economia e assim absorvesse a inflação diariamente. Essa moeda conviveria algum tempo com a moeda anterior e depois a substituiria, se transformando numa moeda livre da contaminação hiperinflacionária. Esse plano visava liquidar a inflação inercial.

programa: equilíbrio das contas do governo sem auxílio da corrosão dos gastos orçamentários causados pela inflação; conversão dos salários e outros contratos por uma moeda indexada, sem aceleração da inflação; derrubada da taxa de inflação para próximo de zero instantaneamente, de forma pronunciada, por meio de uma reforma monetária. Esses itens foram essenciais para a execução, viabilidade e confiança neste programa de estabilização.

Em 1993, foi implementada a primeira etapa do Plano Real fundamentada na adoção do Programa de Ação Imediata (PAI). Assumindo a origem fiscal da inflação, esta fase consistiu em uma ampla reorganização do setor público e de suas relações com a economia privada, beneficiando o sistema financeiro. Nesse enfoque, foram diagnosticadas as seguintes necessidades:

- a) Redução e maior eficiência nos gastos da União em 1993
- b) Recuperação da receita bancária
- c) Equacionamento das dívidas de estados e municípios com a União
- d) Controle mais rígido dos bancos estaduais
- e) Saneamento dos bancos federais
- f) Aperfeiçoamento do programa de privatização

Destacou-se também a importância de um sistema bancário saudável como futuro suporte às instituições financeiras, dada a previsão de queda da inflação e dos juros.

As medidas iniciais do PAI, com o objetivo de ajuste fiscal nas contas públicas, foram:

- a) Corte orçamentário e nova proposta com estimativa mais realista da receita.
- b) Projeto-lei de limite às despesas com servidores civis, estados e municípios.
- c) Projeto-lei que definisse as normas de cooperação da União com Estados e Municípios e uma maior rigidez com seus débitos frente ao governo federal.

No biênio 1993-94, como alternativa ao problema de falta de recursos e eficiência para a execução dos serviços básicos para o encargo do governo e para os investimentos necessários ao desenvolvimento do país, foram tomadas outras providências consideradas de urgência:

- a) Combate à sonegação e melhoria da eficiência da tributação – agentes importantes no ajuste das contas públicas e na estabilidade econômica e social.³
- b) Melhora no relacionamento com Estados e Municípios
- d) Reestruturação dos bancos estaduais visando incrementar sua competitividade e controle
- e) Privatização – o governo pretendia centralizar sua atuação nas áreas essenciais e pretendia também com a receita adquirida alcançar equilíbrio financeiro.

O PAI foi incapaz em conter uma forte inflação em 1993. Isto era difícil sem uma efetiva reconstrução gradual da capacidade de financiamento público. Por último, o governo ainda tentou elevar a confiança da população através de maior transparência, a fim de que se introduzisse a segunda fase do Plano Real: a implementação da URV (unidade real de valor), uma moeda sem poder de compra.

A moeda corrente, o Cruzeiro Real, estava se desvalorizando excessivamente, provocando inflação e deterioração do valor real do salário. A URV tinha por objetivo restaurar a função de unidade de conta da moeda, que estava destruída. Preços, salários, benefícios previdenciários e contratos foram voluntariamente convertidos entre Março e Junho de 1994. Para isso, o BACEN se comprometia a emitir diariamente a cotação da URV, que funcionava como um indexador diário, o que tornava possível a transição para uma nova moeda sem que fosse necessário o congelamento, que distorcia os preços relativos. Assim, rapidamente todos os preços foram alinhados, atrelados à URV. Era a parte mais sofisticada do plano e obteve grande adesão nacional.

Nesta 2ª fase, o governo propunha alcançar uma neutralidade distributiva, o que ocorreu de fato. Em todos os âmbitos econômicos, a adoção da URV foi feita com muita cautela para evitar tensões, recessão ou inflação excessiva.

Em 1º de Julho de 1994, foi implementada a reforma monetária: a moeda URV converteu-se no Real e o Cruzeiro Real desapareceu; os contratos e transações na nova moeda obtiveram grande solidez jurídica. A nova política implicava que o Congresso

³ Hoje em dia pode-se dizer que essa medida ficou apenas na intenção.

estabelecesse limites quantitativos para emissão de moeda, os quais poderiam ser alterados em 20% somente pelo Conselho Monetário Nacional em ocasiões extraordinárias. Foi introduzido um rígido teto Máximo (a taxa não era fixa) para taxa de câmbio: R\$ 1 = US\$ 1. Inicialmente foi permitido inclusive uma flutuação para alcançar a taxa de câmbio de equilíbrio entre preços domésticos e externos. Completava-se a 3ª e última fase de implementação do Plano Real.

Uma vez completa, o Plano Real foi considerada a mais bem sucedida tentativa de estabilização da história do país. Paralelamente a aspectos inovadores, os formuladores do plano utilizaram-se da experiência dos muitos programas anti-inflacionários fracassados que o antecederam, aperfeiçoando-se e evitando cometer os mesmos erros passados. A hiperinflação desapareceu, apesar de ainda haver um nível relativamente alto de inflação. Nos três primeiros meses, ela acumulou 35% em termos anualizados, um nível perigoso devido à tendência do país em exigir indexações nos contratos e transações. A reação do governo a esse surto inicial foi uma forte alta de juros reais. A confiança e disponibilidade do capital internacional juntamente com o diferencial da taxa de juros permitiram um rápido influxo de capitais. Isso gerou uma considerável apreciação do Real em relação às outras moedas.

Um ponto que causou grande polêmica foi a política cambial. Os defensores do plano alegavam que os ganhos de produtividade compensavam a valorização, enquanto outros argumentavam que seria impossível alcançar tal ganho, no curto prazo. Críticos diziam que era necessária uma estratégia de desvalorização real do câmbio.

Em relação à balança comercial e de pagamentos, pode-se dizer que houve altos déficits em transações correntes. As exportações já vinham obtendo fraco desempenho, desde os anos 80, com a queda do investimento e a crise da dívida. O Plano Real e o dólar barato estimulavam a importação, ao mesmo tempo em que desestimulavam a exportação, alterando dessa maneira, ainda mais, a estrutura industrial e prejudicando o saldo comercial.

No período pós-real o crescimento médio foi muito baixo, o que provocou uma relativa frustração naqueles que consideravam a inflação como a raiz de todos os males do país. As crises internacionais que se sucederam colaboraram para o entrave ao

crescimento. Já em 1995, com a crise mexicana, houve uma brusca redução da disponibilidade de fluxo de capitais para países emergentes, tornando-se a restrição externa o maior limite ao crescimento econômico. O governo assumiu a sobrevalorização e adotou um processo de desvalorização gradual, insuficiente, porém, para evitar déficit nas transações correntes. Em 1997 veio a Crise Asiática, evidenciando ainda mais a vulnerabilidade brasileira. Somado ao problema da persistência dos déficits gêmeos, o governo foi obrigado a aumentar os juros, contendo as atividades a fim de evitar o descontrole externo. A Crise Russa em 1998 teve efeitos ainda mais arrasadores sobre a economia do país.

Foi um período de transformações profundas na economia. A adoção do plano significou a entrada do país em quatro processos simultâneos: globalização, abertura da economia, estabilização e privatização⁴. Tudo isso alterava a estrutura econômica do país, atraindo mais investimentos estrangeiros.

As críticas ao plano se concentravam principalmente na manutenção do câmbio sobrevalorizado associado a juros altos. Críticos como Lapane e Sarti muito questionaram a viabilidade da estratégia de absorção de capitais para a retomada do crescimento sustentado, e o seu conseqüente aumento tanto, dos juros da dívida externa, quanto da dependência do financiamento internacional. Além disso, havia uma excessiva concentração de investimentos em bens de consumo duráveis (principalmente no setor automobilístico), sem tendência para geração de superávits comerciais.

Uma consideração final a ser feita diz respeito a sustentabilidade do plano. Ficou claro que os impactos das transformações econômicas tiveram abrangência tanto sobre o âmbito macroeconômico, com a vulnerabilidade das contas externas e a incapacidade financeira do Estado, como também sobre o aspecto microeconômico, dada a reação das empresas ao fim do cenário de hiperinflação. Apesar de ter sido a melhor experiência de estabilização da economia, esse novo contexto de fim da hiperinflação, economia aberta e não-provida da capacidade de investimento estatal, abriu portas para a noção de que muitas outras medidas ainda deviam ser tomadas para viabilizar o crescimento. A durabilidade do plano dependia de reformas mais profundas do que as realizadas,

⁴ Mendonça de Barros e Goldenstein

reformas tais que alterassem a estrutura frágil e ineficaz da área tributária, patrimonial, financeira e administrativa do país.

Capítulo 3

O Caso Argentino – Panorama geral e história recente

Até a segunda guerra mundial, a Argentina sempre fora o país de economia mais próspera de toda América Latina. No entanto, a partir de 1945, sucessivas crises político-econômicas acarretaram drásticas mudanças no perfil tradicional do país.

Na década de 80 a situação se agravou por conta do fantasma da hiperinflação, resultado das práticas abusivas de governos anteriores que financiaram seus gastos via emissão de moeda. Esse conjunto de fatores acabou por promover sérios danos à economia do país, assim como instabilidade política.

Sucessivas tentativas de derrubar a inflação foram realizadas durante a década de 80, mas não tiveram sucesso. Em 1989, o então presidente Carlos Menem apresentou um plano de conversibilidade para fixar o peso ao dólar. Em 1991, com o objetivo de realizar paralelamente reformas necessárias que permitissem crescimento e estabilidade, a Argentina, sob comando de Menem e seu Ministro da Economia Domingo Cavallo, adotou o regime de “currency board”. Esse regime monetário garantia que 1 peso poderia ser trocado por 1 dólar americano, a qualquer momento, pelo governo do país.

Em um contexto de política anti-inflacionária, o plano de conversibilidade tinha como objetivo principal dar sustento ao sistema monetário. Para garantir a conversibilidade de 1 dólar por 1 peso, o Banco Central deveria possuir reservas em dólar para dar frente à 100% da moeda corrente argentina, sendo permitido corresponder a 80% em casos excepcionais. Desta forma, firmava-se uma âncora que garantia a taxa de câmbio, permitindo a redução da inflação já que não poderia haver monetização fiscal dos déficits.

Isso significava que seria necessária uma reavaliação das finanças já que os únicos recursos disponíveis ao governo agora eram os impostos e a emissão de dívida pública. É neste ponto que se considera a importância da realização de reformas estruturais que garantissem um ambiente passível de crescimento - reformas essas que aí se seguem :

-1989: Livre comércio

-1990: Privatização

- 1991: Estabilização (Plano de conversibilidade); reforma tributária, reforma trabalhista
- 1992: Reforma financeira
- 1994: Reforma nos fundos de pensão

A reação inicial da economia foi positiva. Após um breve período de inflação devido a fatores inerciais, como já era esperado, a hiperinflação foi eliminada e a taxa de inflação se reduziu a níveis comparáveis aos dos Estados Unidos (gráfico 1). No período até 1995, a performance da economia argentina garantiu um grande prestígio ao presidente Menem, a seu plano de estabilização e a seus ajustamentos econômicos.

Inicialmente, houve um incremento de produtividade derivado do impacto conjunto da redução da inflação e das reformas realizadas (efeito Balassa-Samuelson). Esse aumento de produtividade gerou uma pressão sobre os salários e uma conseqüente apreciação real.

A queda das taxas de inflação foi um fenômeno generalizado dos anos 90, assim mesmo, em comparação com outros países emergentes, principalmente da América Latina a performance Argentina mereceu grande destaque (tabela 1).

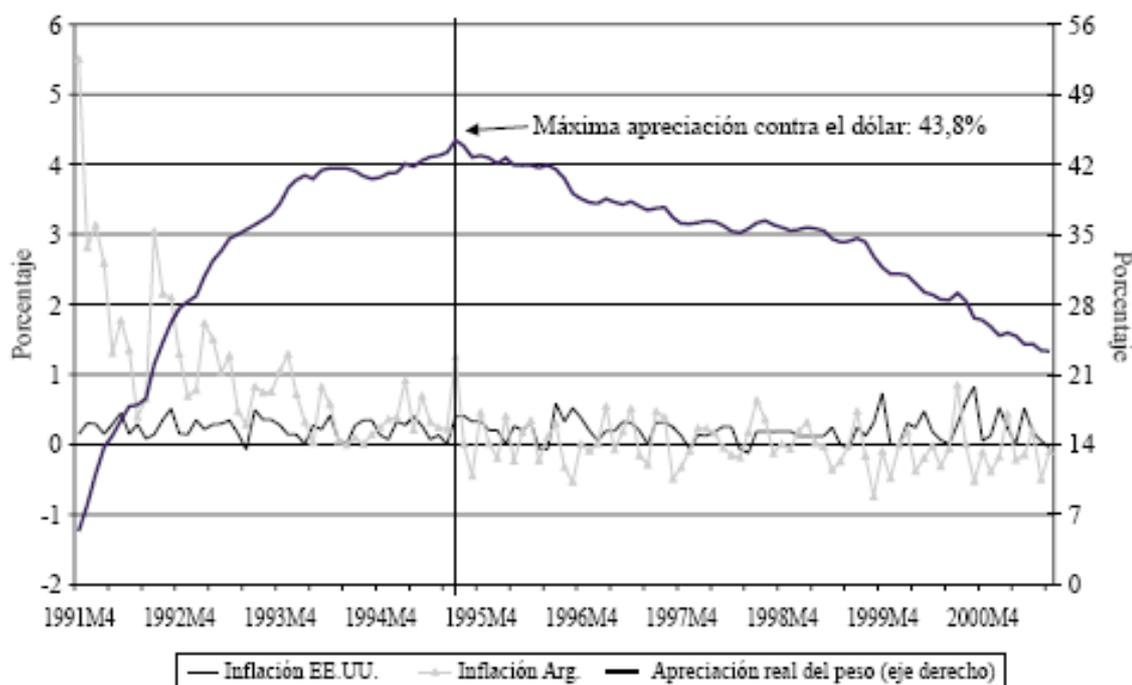
Tabela 1 – Inflação comparativa entre os países da América Latina

	Inflação (em %)		Inflação ponta a ponta (anualizada)	
	1981-1990	1991-2000	1981-1990	1991-2000
AMÉRICA LATINA	220,9	44,7	153,0	38,8
Argentina	787,0	21,4	437,6	15,0
Brasil	613,8	549,2	336,3	199,9
Chile	20,4	9,5	20,3	9,4
México	69,1	18,7	65,1	18,3
Emergentes	139,8	60,7	93,7	53,4

5

⁵ Fonte: Estatísticas financeiras internacionais - FMI

Gráfico 1: Inflação Inercial e sobrevalorização



Fuente: FMI.

6

O crescimento acelerado nos primeiros anos do novo regime, e sua comparação com a pobre performance dos anos 80, gerou uma forte associação entre conversibilidade e crescimento. Especialmente tratando-se de um regime de câmbio fixo que de modo geral se caracterizam por grandes amplitudes cíclicas, esta fase inicial foi de grande destaque. Os resultados obtidos produziram maior confiança e significativa redução da incerteza dos agentes econômicos. Isso permitiu que se desenvolvessem boas relações da Argentina com os Estados Unidos e com o Fundo Monetário Internacional, ambos considerando o caso argentino como um exemplo de sucesso.

O desempenho fiscal é outro ponto importante a ser destacado. Como produto da reforma que possibilitou uma simplificação do sistema tributário, o plano de conversibilidade veio acompanhado de um forte aumento da arrecadação tributária. Assim, com a eliminação do efeito Olivera-Tanzi⁷ e a redução da sonegação, foi possível compensar a perda da arrecadação proveniente do imposto inflacionário.

⁶ Fonte: LEVY YEYATE, EDUARDO: “10 Anõs de convertibilidad: La Experiência Argentina” (2001)

⁷ Efeito Oliveira-Tanzi: assim chamado em homenagem a Vito Tanzi e Julio Oliveira, dois economistas que enfatizaram a sua importância. À medida que os impostos são arrecadados com base na renda nominal passada, seu valor real cai com a inflação. Assim, quanto maior a inflação, mais a receita real diminui piorando o problema do déficit.

No entanto tal situação não durou por muito mais tempo. A volatilidade do crescimento e a sensibilidade a crises, características de regimes de câmbio fixo, logo vieram à tona. Em 1994/95, com a crise econômica do México, houve a primeira interrupção desse cenário próspero. Foi o chamado Efeito Tequila que abalou a economia neste ano e foi seguido de outras crises internacionais: Tigres Asiáticos em 1997 e Rússia em 1998. Outro fator de grande impacto sobre a economia Argentina foi a desvalorização do Real feita pelo Brasil em janeiro de 1999.

Diante desta situação, uma solução seria também desvalorizar ou alterar seu regime monetário para tentar transmitir mais confiança ao mercado. No entanto, a Argentina insistiu em manter o *currency board*. A manutenção deste regime também implicou em uma situação de desvantagem grande nos termos de troca com países emergentes em geral e, principalmente, com seu vizinho Brasil. A moeda supervalorizada fazia os investidores acreditarem que o país não seria capaz de manter a paridade com o dólar.

Em dezembro de 1999, Fernando de la Rúa assumiu a presidência da Argentina com o objetivo de recuperar a confiança dos agentes econômicos. No contexto de regime de câmbio fixo, a taxa de juros não pode ser utilizada como instrumento de política monetária.

Em um momento de corrida por dólar e tentativa de recuperação, o papel do FMI foi muito importante. O fundo forneceu à Argentina empréstimos em 2000 e 2001. Esse dinheiro foi fundamental para a manutenção do regime durante esse período, porém aumentou substancialmente a dívida internacional argentina atrelada ao dólar tornando a desvalorização ainda mais indesejável e as condições impostas pelo FMI não agradavam a já insatisfeita população. O medo da flutuação permanecia.

O presidente de la Rúa persistia na tentativa de recuperar a confiança e para isso recorreu a outro pacote do FMI e nomeou Cavallo como ministro das finanças. No entanto, tais medidas foram insuficientes, o país se encontrava em um verdadeiro caos. Em dezembro de 2001 o presidente renunciou. Depois de quatro presidentes em duas semanas, assumiu Eduardo Duhalde. O novo presidente acabou cedendo à crise cambial

e finalmente desvalorizou a moeda Argentina em 6 de Janeiro de 2002. Era o fim do regime de currency board na Argentina.

Capítulo 4

Crises Cambiais – Definição e apresentação teórica

Ataques especulativos e crises cambiais têm sido um dos temas mais relevantes na área de estudos e desenvolvimento de teorias econômicas nos últimos anos. Trata-se de uma espécie de crise facilmente identificada na prática mesmo sem o aparato de uma definição muito formal ou cuidadosa. Ainda assim, a investigação sobre os fatores determinantes desta é sempre alvo de extenso debate literário. É suficiente considerar uma crise cambial a partir de uma lógica circular em que investidores fogem de uma moeda porque esperam que ela se desvalorize, ao mesmo tempo, em que essa desconfiança ocasiona e reforça grande parte da pressão sobre a moeda em questão.

Para facilitar o entendimento do processo que acarreta uma crise cambial, vale apresentar a relação de paridade coberta da taxa de juros:

$$i_t = i_t^* + (E^e t_1 - E_t) / E_t + \beta$$

onde, i_t = taxa de juros interna ; i_t^* = taxa de juros externa ;

$(E^e t_1 - E_t) / E_t$ = expectativa de desvalorização ; β = risco-país

Por esta relação, fica claro que, nos regimes de câmbio fixo, a taxa de juros interna de equilíbrio deve ser tão maior quanto maior forem as taxas de juros externas, a expectativa de desvalorização e o risco que o mercado associa ao investimento no país. Desta forma, na suposição de um país livre de risco e com credibilidade quanto à manutenção do câmbio, temos que $i = i^*$.

A literatura sobre crises cambiais identifica pelo menos quatro hipóteses principais a respeito dos fatores causais preponderantes: (a) fundamentos macroeconômicos; (b) equilíbrio múltiplo; (c) contágio; (d) vulnerabilidade financeira. Muitos economistas já trataram tais hipóteses de maneira exclusiva, embora cada vez mais elas são tratadas de forma complementar⁸.

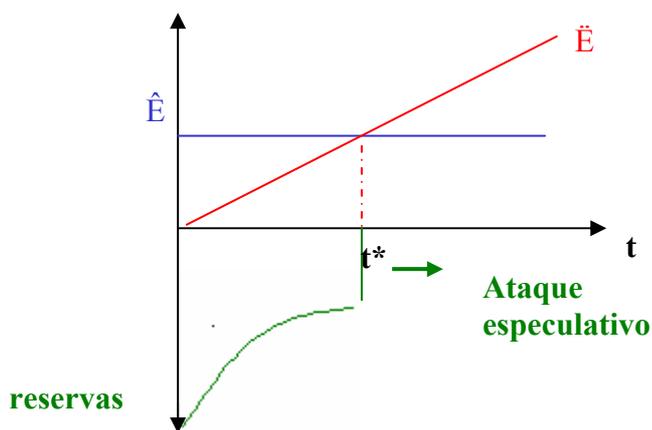
A origem do estudo de modelos de crise cambiais baseados em fundamentos macroeconômicos, chamados modelos de primeira geração, se deu com a publicação do

⁸ PESENTI E TILLE (2000)

artigo de Krugman “A model of Balance Payments Crisis”, em 1979. Esse modelo foi acrescido por uma grande variedade de complementos e aprimoramentos, mas foram Flood e Garber (1984), em particular, que se destacaram ao tornar o modelo de Krugman linear e estocástico. Abrindo portas a uma série de estudos empíricos, a partir daí, os autores tornaram possível que se derivasse uma equação de probabilidade de ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos.

Para a apresentação do modelo de primeira geração de crises cambiais, Krugman fez uma exposição estilizada da situação, comparando-a com os ataques especulativos a commodities, muito em pauta na época, devido às crises do Petróleo. Foi apresentado um modelo em que o déficit fiscal é financiado por emissão de moeda, o que em regimes de câmbio fixo, implica redução das reservas internacionais. Supondo inicialmente que os agentes iriam aguardar até o esgotamento das reservas para então se desfazerem da moeda doméstica; numa etapa posterior, isso já não faria mais sentido tendo em vista que eles estariam certos que o preço fixado da moeda estrangeira em breve aumentaria. Este quadro tornaria a moeda estrangeira mais atrativa do que a moeda doméstica, causando desvalorização da moeda nacional. Percebendo isso, os especuladores se antecipariam e assim que desconfiassem de uma possibilidade de desvalorização da moeda doméstica, iriam vendê-la, se protegendo do esperado esgotamento das reservas e dos conseqüentes prejuízos. Fecha-se em si mesma uma lógica circular que antecipa cada vez mais a data deste esgotamento, e que leva os especuladores a agirem o quanto antes e assim sucessivamente. Como resultado, sempre que as reservas chegam a um ponto considerado crítico, ocorre um brutal ataque especulativo que rapidamente desaba o nível de reservas a zero e leva ao abandono do regime de câmbio fixo.

O gráfico 1 representa este modelo de crise cambial de primeira geração. Dado que \tilde{E} = taxa de câmbio sombra, ou seja, aquela que prevaleceria na economia se as reservas fossem zero, temos que cada vez que o governo emite mais moeda, mais desvalorizada se torna a taxa de câmbio sombra. Para evitar um salto discreto do câmbio no momento em que se esgotam as reservas, os agentes se antecipam e ocorre um ataque especulativo no instante t^* em que $\tilde{E} = \hat{E}$, onde \hat{E} = taxa de câmbio fixa determinada pelo Banco Central.



O modelo de primeira geração expõe tais crises como resultado de uma inconsistência entre as políticas fiscais, devido à necessidade de financiamento de déficits, e a pretensão de manter o regime de câmbio fixo. Enquanto o Banco Central tiver um volume considerado suficiente pelos agentes econômicos privados, nacionais e estrangeiros não há problemas, mas quando as reservas começarem a ser consideradas insuficientes, especuladores começarão a vender pressionando ainda mais o câmbio.

Apesar de serem incontestáveis as virtudes deste modelo, muitas críticas foram feitas em relação à inadequação das premissas do modelo ao que ocorre nas crises reais. Diversos economistas argumentaram que o modelo descrevia a política do governo (e não exatamente a resposta do mercado) de uma maneira muito mecânica. Considerações muito fortes foram feitas tais como: (i) Banco Central recorre à contínua impressão de moeda para cobrir o déficit orçamentário; (ii) Banco Central continua, mesmo que seja difícil, vendendo reservas estrangeiras para manter a taxa de câmbio até que literalmente se esgotem as reservas. Na realidade há muitas alternativas de políticas a serem tomadas, mesmo que incorrendo em custos de realização. Os acontecimentos que envolveram o fim da serpente cambial européia, particularmente as desvalorizações da libra esterlina e da coroa sueca, deslocaram o foco da questão de modo a enfatizar a insuficiência do modelo de primeira geração para explicar crises cambiais. Diferentemente das suposições do modelo, na prática o governo pode, e tenta, condicionar as políticas fiscais dentro das possibilidades do balanço de pagamentos, além disso, bancos centrais têm uma variedade de instrumentos de política monetária para defender o câmbio. Logo, é importante perceber que a defesa do câmbio abrange um leque de escolha entre custos e benefícios que devem ser analisados de acordo com as pretensões de política econômica do governo. Dessa forma, a desvalorização cambial provocada pelo ataque especulativo é, em última instância, uma opção do governo pelo

abandono da fixação do câmbio, priorizando outros objetivos de política econômica, notadamente a preservação do sistema financeiro e do emprego⁹.

È nessa circunstância que surge a possibilidade de equilíbrio múltiplo, na qual os participantes do mercado, apesar de não questionarem a compatibilidade da política econômica de um país com a manutenção da taxa fixa de câmbio, antecipam que um ataque especulativo pode alterar a política adotada. Desta forma, existiriam dois equilíbrios possíveis para a economia: o primeiro é caracterizado pela ausência do ataque especulativo e pela manutenção da taxa fixa de câmbio; o segundo é caracterizado pelo ataque especulativo e pela mudança dos fundamentos macroeconômicos que justifica a mudança cambial esperada pelos agentes¹⁰. Foram essas questões que permitiram que alguns economistas, à partir das críticas aos modelos de primeira geração, desenvolvessem novas teorias sobre crises cambiais, os chamadas “modelos de segunda geração”.

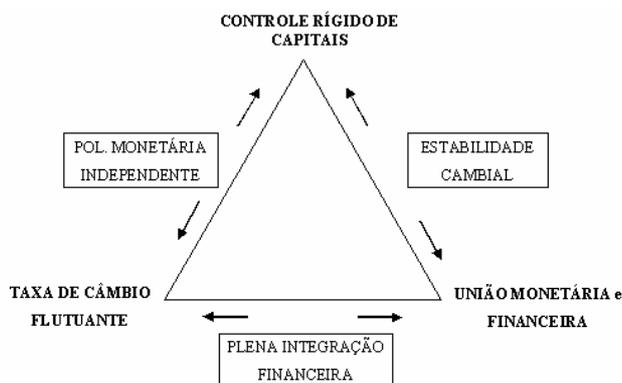
Os modelos de segunda geração introduziram questões tais como equilíbrio múltiplo e ataques especulativos auto-realizáveis, contágio e fragilidade financeira. Essa segunda geração multiplicou-se com maior rapidez a partir dos anos noventa, motivada pelas evidências geradas pelas crises cambiais no arranjo cambial europeu, no México e nos países asiáticos. Obstfeld (1994) talvez possa ser considerado como a melhor representação dessa nova perspectiva de modelos. Há três pontos de partida para essa geração de modelos: (i) deve haver uma razão para que o governo queira abandonar o regime de câmbio fixo; (ii) deve haver uma razão para que o governo não queira abandonar o câmbio fixo, logo há uma tensão entre esses dois motivos; (iii) devido à lógica circular das crises, o custo de defender o câmbio deve crescer conforme crescem as expectativas, ou suspeitas, de abandono do regime de câmbio fixo.

Para entender a lógica de tais modelos, é essencial o esclarecimento dos argumentos que são levados em consideração quando se opta por um regime de câmbio fixo ou flutuante. Primeiramente, a dicotomia fixo X flutuante é uma grande simplificação de uma série de regimes cambiais, com diferentes graus de flexibilização, que podem ser adotados, como, por exemplo (em ordem de maior rigidez): união

⁹ OBSTFELD e ROGOFF (1995)

¹⁰ EINCHEGREEN (1997)

monetária, dolarização, currency board, taxas fixas rígidas, taxas fixas ajustáveis, crawling peg, crawling zone, target zone, peg basket, flutuação suja, flutuação limpa. Frankel (1999) argumentou que a maioria dos países está sempre diante do “trade-off” entre as vantagens da estabilidade do câmbio fixo e as possibilidades que o câmbio flutuante oferece, e assim não se pode afirmar que nenhum regime cambial seja ótimo para todos os países todo o tempo. Experiências históricas mostraram que tanto regimes puramente fixos ou flutuantes falharam e, de acordo com os objetivos e prioridades econômicas, os países se encaixam em algum regime que tenha o grau de flexibilidade mais próximo do desejado. O problema é resumido no conceito de “trindade impossível” cunhado por Benjamin J. Cohen (1993), de acordo com o qual o país não pode ter simultaneamente estabilidade cambial, uma conta de capital externo aberto e uma política monetária interna independente.



Para não estender a discussão sobre vantagens dos diferentes regimes cambiais, vale citar os principais pontos de cada um. As duas vantagens fundamentais de fixar a taxa de câmbio, para todos os países são: (i) reduzir custos de transação e risco de taxas de câmbio que podem desencorajar o comércio e investimento, aumentando a eficiência econômica; (ii) limitar política monetária, se comprometendo com a estabilidade. Por outro lado, a grande vantagem de taxas flutuantes está no uso da política monetária para objetivos internos, facilitando também a acomodação de choques adversos.

Em segundo lugar, quando se opta por regimes de câmbio mais rígidos, os países se tornam sempre sujeitos a sofrerem crises cambiais e ataques especulativos. Confiança e credibilidade se tornam cada vez mais importantes nesse contexto. Uma falta de confiança em relação ao compromisso com a manutenção da taxa fixa de câmbio por si só torna a defesa do câmbio mais difícil. Os modelos de segunda geração, notavelmente

Obstfeld (1994), enfatizam que a defesa da taxa fixa será mais difícil caso as pessoas antecipem, no passado, que a taxa vai estar desvalorizada, hoje. Algum fator exógeno negativo, como, por exemplo, deterioração do balanço de pagamentos, pode gerar uma suspeita de desvalorização futura por parte dos agentes econômicos. Assim, em antecipação a esta desconfiança, investidores podem demandar maiores taxas de juros, tornando o déficit corrente maior hoje, prejudicar firmas endividadas, impedir crescimento e gerar desemprego, pressionando assim a taxa de câmbio fixa. Este canal das taxas de juros de curto prazo é o mais comum. Os modelos de segunda geração descrevem um movimento autônomo na conta de capital.

É importante destacar que, tanto nos modelos de primeira quanto nos de segunda geração, a crise é, em última instância, provocada pela inconsistência das políticas de governo, que tornam a manutenção da taxa fixa impossível. Nesse sentido, a crise seria causada por fundamentos econômicos. Contudo, não é exatamente assim que ocorre a sucessão de fatos na hora de decisão do governo pelo regime de câmbio fixo. Provavelmente, o país se considerava preparado para defender a taxa fixa por um longo prazo, e talvez até estivesse de fato, no entanto é obrigado a abandoná-la devido a um ataque especulativo que torna a defesa do câmbio excessivamente cara. Trata-se da ocorrência de ataques especulativos auto-realizáveis, ou seja, ele “realiza” uma desvalorização cambial que não ocorreria na sua ausência. Claro que não se pode generalizar esse fato, tais desconfianças não ocorrem por acaso e sim devido há alguma fraqueza de fundamentos. Volume de reservas cambiais, posição fiscal do governo e compromisso com o regime são alguns exemplos que podem deixar o país mais vulnerável e frágil financeiramente. Krugman (1997) concluiu, à partir dos pontos descritos anteriormente, que apesar da maior sofisticação dos trabalhos da segunda geração, ambos os modelos acabam por apresentar resultados parecidos: crises cambiais são conseqüências de inconsistência das políticas do governo com a viabilidade de manutenção da taxa fixa no longo prazo. O mercado financeiro apenas anteciparia e pressionaria tal ocorrência de crises, e fará ainda mais quanto maior for a capacidade de previsão e antecipação dos investidores. Modelos mais recentes reconciliam as teorias baseadas em fundamentos macroeconômicos com aquelas baseadas em equilíbrio múltiplo. Burnside (2000), Cavallari e Corsetti (2000), Jeanne (1997) e Cole e Kehoe (1996) modelam circunstâncias nas quais fundamentos

macroeconômicos e condições de equilíbrio múltiplo atuam complementarmente, tornando possível a ocorrência de ataques especulativos auto-realizáveis.

Outro ponto interessante apontado por Krugman (1997) foi em relação à influência dos avanços tecnológicos e da maior eficiência do mercado em adquirir linhas de crédito e reduzir os custos de transação. Segundo o autor, esses fatores diminuem os custos em que os especuladores incorrem nas transações de moedas e câmbio, incentivando e facilitando a movimentação de capital. Esse motivo teria então contribuído para a maior frequência de ocorrência de crises cambiais na década de 90.

As crises cambiais nos países europeus, em 1992, e nos países asiáticos, em 1997, estimularam o surgimento das teorias baseadas no contágio. O contágio consiste na ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos simultaneamente ou sequencialmente em diversos países. Pode-se enumerar cinco potenciais causas de contágio: (a) alterações de políticas macroeconômicas em economias centrais (tais como aumento da taxa de juros) que afetem simultaneamente muitas economias em desenvolvimento; (b) perda de competitividade de um país perante parceiros comerciais ou concorrentes em terceiros mercados; (c) falta de incentivos para obter informações específicas de cada país, considerando vários países aparentemente em circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial¹¹; (d) perda de credibilidade dos investidores internacionais na convicção do governo de um país de manter a paridade cambial quando outro país em circunstância semelhante optou pela desvalorização¹²; e (e) realocações de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital¹³.

As sucessivas crises cambiais ocorridas na década de 90 e os prejuízos que causaram aos países trazem em pauta a questão sobre a possibilidade, ou não, de se prever crises cambiais. Krugman (1997) citou algumas alternativas. A primeira seria voltar ao mundo da década de 60 em que havia rígidos controles de capitais, o que seria muito difícil atualmente com a integração financeira mundial. Outra possibilidade seria os países eliminarem suas inconsistências entre políticas domésticas e regime cambial, no entanto, os princípios dos modelos de segunda geração contestam isso já que

¹¹ CALVO (2000)

¹² MASSON (1998)

¹³ GOLDFAJN, ILAN e VALDÉS, RODRIGO: "Are Currency Crisis predictable?" IMF Working Paper (WP/97/59)

consideram que as causas da crise não são necessariamente pela política atual, mas sim pelo que esperam que seja feito no futuro. Esse ponto explica também porque nem mesmo arranjos institucionais de bandas cambiais oferecem segurança contra ataques especulativos, já que apesar de não ser obrigado, o país pode optar por desvalorizar a moeda se considerar insuportável manter a taxa fixa. De fato, o autor concluiu que a única maneira de assegurar a não ocorrência de ataques especulativos é abrir mão da independência da moeda, como por exemplo, através de uma verdadeira união monetária. Outra alternativa seria adotar um regime de câmbio flutuante onde qualquer expectativa sobre flutuação futura se reflete na taxa de câmbio presente.

Capítulo 5

Crise Cambial no Brasil de 1998/99 e a volta à flutuação

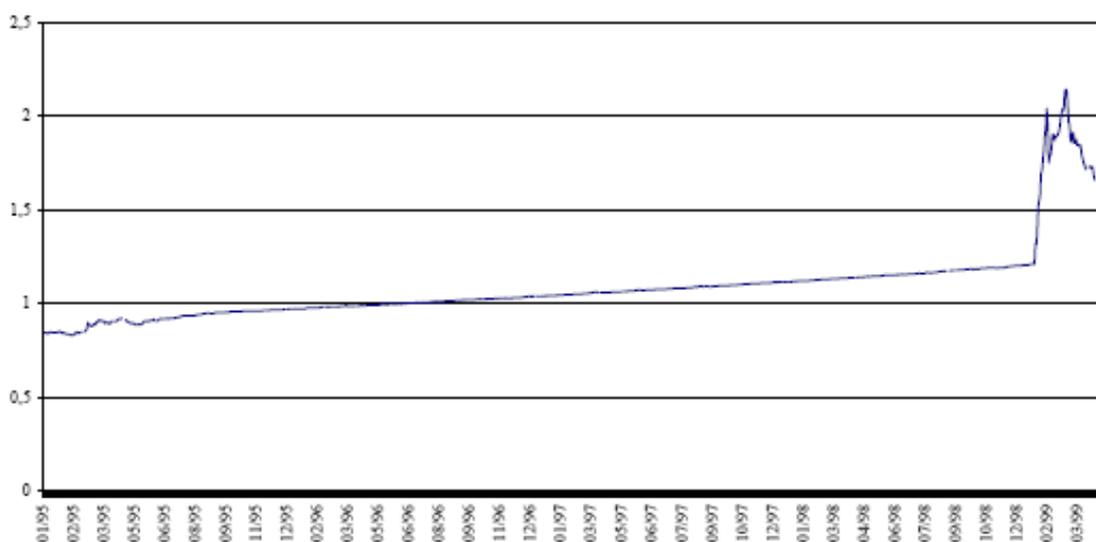
Após a implementação do Plano Real e a interrupção do longo período de instabilidade financeira, uma das principais estratégias de política econômica para manter a inflação dentro dos níveis desejados foi a política monetária restritiva. Assim, pouco tempo depois da reforma monetária, o aumento das taxas de juros provocou não só uma contração monetária, mas também apreciação do Real em relação às moedas estrangeiras. Essa valorização juntamente com a redução das tarifas de importação levou a uma considerável elevação da entrada de importados, aumentando a concorrência com os produtos nacionais e contribuindo para a redução da inflação. O Banco Central definiu uma estreita e reajustável banda dentro da qual o real poderia flutuar em relação ao dólar, instaurando um regime de crawling peg que prevaleceu de 1995 a 1999. Fixada a taxa de câmbio, o Banco Central perde sua capacidade de usar a política monetária para propósitos de estabilização macroeconômica, assim como para influenciar a produção da economia. O banco central deve manter a taxa de juros no nível de equilíbrio segundo a condição de paridade, descrita no capítulo 4. Isso implicava uma limitação à redução das taxas de juros já que era necessário um fluxo constante de capitais no país para não pressionar o câmbio uma vez que ainda havia um prêmio de risco da economia brasileira e uma desvalorização esperada. Altas taxas de juros ao atrair capital externo, também desencorajavam os temidos movimentos especulativos. Esses foram os principais motivos para a manutenção deste nível de taxas de juros nominais até 1999. Por outro lado, a segunda ferramenta de estabilização do governo, a política fiscal, é mais efetiva sob um taxa fixa do que sob uma taxa flutuante¹⁴.

Desde a adoção do Plano Real, o Balanço de Pagamentos sofreu algumas reversões de tendências. Em comparação com 1991-94, durante o período de 1995 a 1998, a volatilidade dos juros em reação aos choques externos (figura 2) que afetaram o Brasil causaram grandes mudanças nas variáveis do Balanço de Pagamentos. No período seguinte, 1999-2002, quando o país entrou no regime de metas de inflação

¹⁴ KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. : Economia Internacional – Teoria e Prática, Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP.

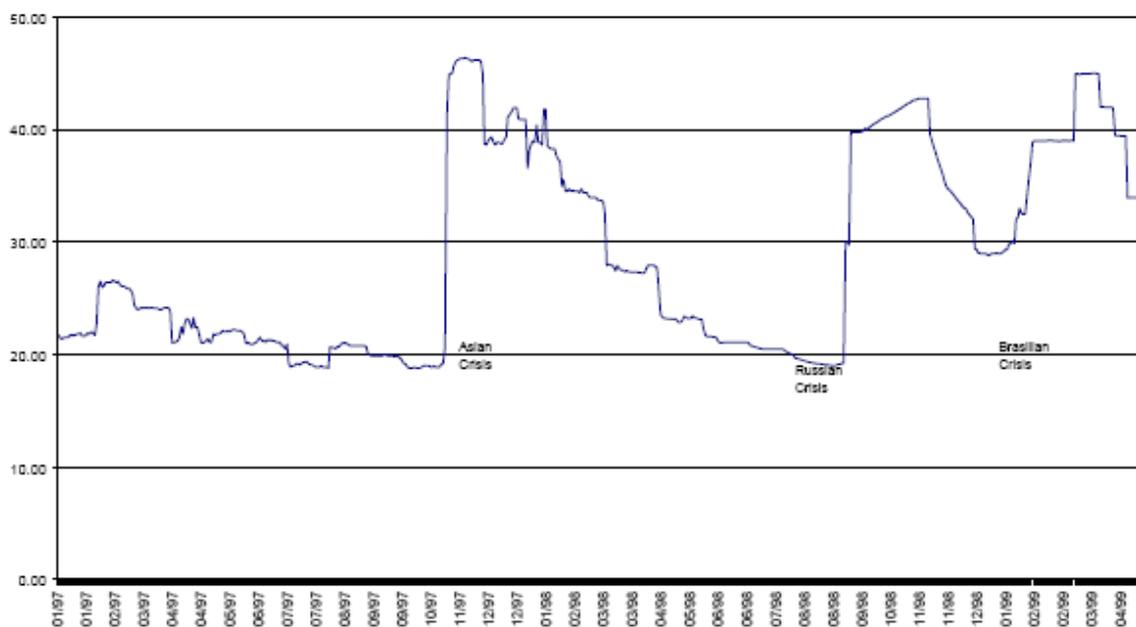
passando a ter maior estabilidade nos juros e variando mais a taxa de câmbio, mais uma vez ocorreram alterações na composição do balanço de pagamentos.

Figura 1: Taxa de câmbio brasileira vs dólar



15

Figura 2: Taxa de juros do Brasil



16

¹⁵Fonte: GOLDFAJN, ILAN: “*The Swings in Capital flows and the brazilian crisis*” Texto para discussão n. 422 – Departamento de Economia PUC-RIO (2000)

Tabela 1: Balanço de Pagamentos (US\$ bilhões, acumulado)

	1991-1994	1995-1998	1999-2002
Conta corrente	2,2	-105,8	-80,5
Investimento direto estrangeiro	4,3	58,4	96,2
Empréstimos oficiais (ex. FMI)	-1,6	9,2	10,9
Acúmulo de reservas internacionais	30,2	5,7	-6,5

17

A tabela 1 mostra grande contraste entre o saldo de conta corrente até 1994 e o enorme déficit que se acumulou entre 1995 e 1998, evidenciando a sobrevalorização cambial. Em 1999-2002, devido à flutuação do câmbio, houve uma pequena redução deste déficit. Já o investimento direto estrangeiro teve grande elevação de um período para o outro. As altas taxas de juros após 1994 explicam a mudanças desta variável a partir de 1995, já que são essenciais para que haja entrada de investidores estrangeiros. No entanto, mesmo com a enorme elevação do investimento direto estrangeiro, no período 1995-1998, este nível estava abaixo do volume do déficit em conta corrente. Foi apenas a partir de 1999 que os dados da tabela indicam o investimento direto estrangeiro maior que o déficit em conta corrente.

Tabela 2: Principais Variáveis macroeconômicas

	1995	1996	1997	1998	1999
Déficit conta corrente (%PIB)	2,55	2,98	3,85	4,34	4,39
Déficit conta corrente (-) Inv. Dir. Ext (US\$ Bi)	12,50	12,80	13,80	7,70	-5,60
Crescimento PIB	4,22	2,66	3,60	-0,12	0,82
Deficit fiscal primário (% PIB)	-0,35	0,09	1,00	-0,02	-3,13
Déficit fiscal nominal (%PIB)	7,05	5,87	6,67	8,65	10,01
IPCA	22,41	9,56	5,22	1,66	8,94
Média de desemprego	4,64	5,42	5,66	7,60	7,55
Txs juros reais (acumuladas)	25,50	16,80	19,60	25,80	15,80
Txs juros nominais (acumuladas)	53,08	27,41	24,78	28,92	25,54

18

Até o final de 1998, o país se caracterizou por taxas de câmbios relativamente estáveis (figura 1) e alta volatilidade das taxas de juros (figura 2). Essa variação no

¹⁶ Fonte: GOLDFAJN, ILAN: “*The Swings in Capital flows and the brazilian crisis*” Texto para discussão n. 422 – Departamento de Economia PUC-RIO (2000)

¹⁷ Fonte: LOPES, C.F. LAGROTA: “*Monetary Policy and External Vulnerability in Brazil*” BNDES (2003)

¹⁸ Fonte: Banco Central do Brasil e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

nível dos juros tinha grande relação com a ocorrência de choques externos. O país reagiu ao contágio das crises do México (1995), Ásia (1997) e Rússia (1998) prometendo um pacote fiscal e elevando as taxas de juros para atrair capital estrangeiro e evitar uma pressão no câmbio. Esses picos de taxas de juros foram uma tentativa de ganhar credibilidade, mostrando ao mercado que o país estava disposto a sacrificar objetivos internos para manter o câmbio dentro dos níveis prometidos. Franco (2000) admitiu que o compromisso absoluto com o regime cambial era essencial para evitar ataques especulativos, segundo ele era momento de firmar as bases. Tratava-se de uma situação delicada, já que quanto mais fossem demandados capitais externos para financiar os déficits correntes, mais o Banco Central tinha que aumentar as taxas de juros para atrair o capital necessário e mais aumentava o risco cambial. Isso por sua vez inibia os investidores que outra vez passam a exigir retornos maiores para entrar no país.

Inicialmente, foi possível que o Banco Central de fato conseguisse acumular reservas para sustentar o câmbio dentro do nível desejável e esterilizasse a liquidez doméstica, suportando uma redução dos juros após o choque, como ocorreu depois de 1995. O choque da Crise do México em 1995 provocou interrupção do fluxo de capitais para países emergentes e o nível de reservas internacionais sofreu queda de aproximadamente U\$ 9.8 bilhões entre o último trimestre de 1994 e o primeiro trimestre de 1995. O capital privado logo voltou aos mercados emergentes com o acordo do México com os Estados Unidos e FMI. No final de 1995, as reservas internacionais do Brasil chegaram a \$30 bilhões¹⁹. No entanto, após a crise da Ásia em 1997 houve uma guinada no risco de crédito nos países emergentes que começou a impedir que ocorresse um relaxamento da Política monetária. O mercado começou a exigir cada vez maiores taxas de juros para rolar a dívida pública deixando a situação próxima do insustentável²⁰. O país já estava vulnerável e a situação explodiu quando ocorreu a crise da Rússia, em 1998, e o aperto monetário não teve mais o efeito desejável. Ao invés de atrair capital, ocorreu uma fuga do país causando uma enorme pressão sobre a taxa de câmbio. Com a eclosão de tais crises consecutivas em países em desenvolvimento em outras partes do mundo receio dos agentes econômicos em relação a manutenção do câmbio no Brasil aumentava. As altas taxas de juros pressionaram muito o déficit em

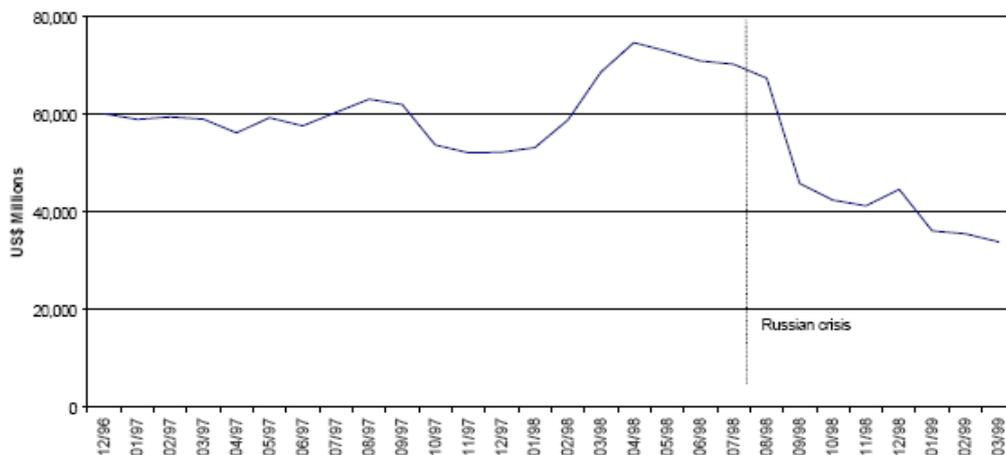
¹⁹TAIMUR BAIG e ILAN GOLDFAJN - *FMI working paper* (2000)

²⁰ OECD Economic Survey (2001), Brasil

conta corrente, que já vinha em trajetória ascendente desde 1995 (tabela 2), e havia ainda uma grande desconfiança sobre a capacidade do país honrar o pagamento da dívida, dada a ineficiência do sistema fiscal brasileiro. Além disso, os juros já estavam exageradamente altos e elevá-los ainda mais significaria grande comprometimento com o crescimento do país que estava em níveis insatisfatórios. A tabela 2 mostra que crescimento do PIB brasileiro vinha sendo menor a cada ano desde 1995 e, ao final de 1998, chegou a ser negativo. Ao mesmo tempo, as taxas de desemprego cresciam, gerando enorme descontentamento da população. Permanecer neste rumo afastaria o país cada vez mais de alcançar uma forma de crescimento sustentável. Todas essas razões começaram a aumentar a desconfiança e expectativas de desvalorização da moeda. De acordo com a relação de paridade descoberta, num regime de câmbio fixo a taxa de juros deve ser igual à taxa internacional acrescida da expectativa de desvalorização e de um prêmio de risco, e era por isso que a taxa de juros estava sendo cada vez mais pressionada para cima.

Essa perda de confiança em relação ao comprometimento com o regime cambial por si só contribuía para aumentar ainda mais a evasão de capitais do Brasil para países com moedas mais seguras. Houve uma brusca perda de reservas internacionais em decorrência disto a partir de Setembro de 1998 (figura 3). A alternativa da flutuação no Brasil era relativamente indolor em comparação ao comprometimento do crescimento que as altas taxas de juros estavam provocando. Este fator também contribuía com maiores expectativas de desvalorização, e conseqüente maior pressão sobre os juros, por partes dos agentes econômicos.

Figura 3: Reservas Internacionais Brasil (US\$ milhões)



21

Até Janeiro de 1999, a taxa de juros foi crescendo chegando a valores bem próximos do nível alcançado na crise asiática. No entanto, havia agora o diferencial de uma enorme incerteza global, uma crítica crise cambial e alta especulação que causavam conjuntamente grande custo para manutenção do regime cambial. No final do ano de 1998, o governo ainda apostou em mais uma tentativa e fez um acordo com o FMI. O novo "pacote" visava buscar o equilíbrio das contas públicas, que apresentavam um déficit nominal (conceito que inclui as receitas e despesas correntes do governo mais o pagamento de juros e a correção monetária) de 7,04% do PIB nos nove primeiros meses de 1998. Para agravar ainda mais a situação, o governador Itamar Franco decretou moratória da dívida de Minas Gerais evidenciando a necessidade de aperto fiscal no país. Todo esse processo acabou gerando flutuação da moeda brasileira em janeiro de 1999. O Banco Central perdeu o controle sobre a taxa de câmbio, que passou a ser definida pelo mercado. A desvalorização, embora muito especulada, pegou de surpresa alguns agentes econômicos importantes como o Federal Reserve (FED)²², o banco central americano, que dois meses antes tinha colaborado com o mega pacote de socorro de US\$ 41.5 bilhões coordenado pelo FMI. A instituição previa uma forte recessão em 1999, que de fato não veio a ocorrer. Foi muito temido ainda o contágio que poderia ocorrer sobre a América latina e Ásia, principalmente.

²¹ Fonte: GOLDFAJN, ILAN: “*The Swings in Capital flows and the brazilian crisis*” Texto para discussão n. 422 – Departamento de Economia PUC-RIO (2000)

²² Essa informação só foi divulgada em 2005 na página do banco na internet.

Há muita discussão sobre as reais causas da crise cambial brasileira. Por um lado, muitos economistas defendem a idéia de que este câmbio era artificialmente sustentado por altas taxas de juros e déficits fiscais, logo a permanência só seria possível por mais tempo se ocorresse uma deflação que gerasse uma desvalorização real necessária para que o produto voltasse a um nível desejado²³. Como isto, além de implicar em um sacrifício econômico no curto prazo, não aconteceu de fato, a única solução seria mesmo a desvalorização nominal em algum momento. Por outro lado, há uma visão de que o plano seria perfeitamente sustentável se não fossem as crises mundiais que abalaram a confiança mundial e acabaram atingindo o Brasil, especialmente a crise da Ásia em 1997 e Rússia em 1998. Por este ponto de vista, seria mais um caso clássico de contágio em um país que já carrega um histórico de muitas crises. Como explicado no capítulo anterior, dada a ocorrência de crises cambiais em outros países em desenvolvimento, o contágio consiste justamente em uma resistência maior de investidores, que formam expectativas racionais para com o Brasil, e passam a exigir taxas maiores, deflagrando uma crise cambial. Seria o caso das “profecias auto-realizáveis”, em que justamente a expectativa de desvalorização da moeda causa piora nas contas do governo e necessidade de juros enormes, acarretando a própria desvalorização.

Na realidade, a política econômica que o país tomando, uma combinação de política monetária restritiva e política fiscal expansionista, seria insustentável por muitos anos ainda. Com a perda de credibilidade e os pacotes do FMI, ainda foi necessário também um aperto fiscal que acirrava ainda mais a recessão. Os dados da tabela 2 mostram que, desde 1995, o déficit em conta corrente vinha crescendo e uma flutuação cambial iria, no mínimo, aliviar estes valores. Além disso, o produto do país crescia a taxas cada vez menores no mesmo período. Os altos juros pressionavam ainda a dívida brasileira para níveis exorbitantes. Um estudo de 2002, de Ilan Goldfajn, ex-diretor do Banco Central, fez simulações que mostram que a relação entre a dívida pública e o PIB teria ficado em 30% (e não subido para 55%) no final do governo de Fernando Henrique, se este realizasse no primeiro mandato (1995-98) os mesmos

²³ Temos que: $e = \bar{E} \cdot P^* / P$, onde e = câmbio real; \bar{E} = câmbio nominal fixo; P^* = nível de preços externo; P = nível de preços nacionais; Π = inflação nacional; Π^* = inflação externa. Assim para que haja um aumento de e (desvalorização real), basta que $P < P^*$, ou melhor, que $\Pi < \Pi^*$. Quanto maior for essa diferença, mais rápido se dá o ajuste. Como normalmente nos países centrais a inflação é baixa, esse mecanismo é muito lento.

superávits primários (exclui juros) do final do segundo mandato (1999-2002). Isto significaria um superávit primário médio de 3,75% no primeiro mandato, e não próximo de zero, como ocorreu. A simulação de Goldfajn computa os juros altos e as disparadas de câmbio que de fato ocorreram ao longo dos oito anos do governo FHC²⁴.

O país não tinha bases suficientes para sustentar o câmbio fixo e se tornou extremamente dependente do fluxo externo de capital. O ajuste fiscal não ocorreu como desejado e as reformas tampouco. Até mesmo a situação educacional, legislativa, judiciária e a capacidade competitiva da indústria brasileira ainda estavam aquém do necessário. Desta forma, apesar das crises internacionais, especialmente a crise da Rússia, terem influenciado a ocorrência do ataque especulativo e a flutuação no Brasil naquele momento, o país por si próprio também não tinha instrumentos para sustentar por muito tempo o câmbio sobrevalorizado. Provavelmente, se não tivessem ocorrido as crises internacionais, as taxas de câmbio ainda permaneceriam fixas por mais algum tempo, no entanto, com os desequilíbrios fiscais e o déficit orçamentário, seria indispensável que em algum momento ocorresse a flutuação. Além disso, o enorme déficit corrente evidenciava que as taxas de câmbio estavam sobrevalorizadas. Desta forma, não faltavam sinais que indicassem uma inevitável desvalorização, a eclosão das crises da Ásia e Rússia foi apenas a gota d'água.

Com a flutuação, ocorreu o chamado “overshooting” da taxa de câmbio. Segundo Dornbush, quando há necessidade de ajuste do câmbio, ocorre um ajuste maior do que o necessário para depois reequilibrar. De fato, ainda houve uma pressão sobre as reservas internacionais e grande desvalorização nominal (figura 1), além de uma preocupante iliquidez, balanço de pagamentos deteriorado, fragilidade fiscal da e grandes incertezas.

Em seguida do início da flutuação, houve uma ligeira turbulência política, com a saída de Gustavo Franco e a breve vigência de Francisco Lopes na presidência do Banco Central. Lopes introduziu o sistema de “bandas diagonais endógenas”, que não obteve sucesso já que o câmbio rapidamente alcançou o teto permitido. Lopes renunciou e o câmbio voltou a flutuar livremente. Armínio Fraga substituiu Lopes e o real chegou a se

²⁴ Jornal O Estado de São Paulo

valorizar 8,5%. Deu-se início a uma política monetária apertada, que acabou sendo importante, apesar de prejudicar a dívida pública, para que não ocorressem grandes expectativas inflacionárias. No início de Março, a taxa de cambio atingiu 2.2 R\$/US\$ contra o nível anterior à crise de 1.2 R\$/US\$²⁵.

Foi necessário que houvesse mudanças no sentido de melhorar o lado fiscal para que enfim pudesse ocorrer um alívio monetário e uma menor desvalorização. O compromisso firmado com o FMI determinava metas de superávit primário que, além de garantir a preocupação fiscal do país, dariam credibilidade internacional. Em contraste com o período de 1995-98, de fato ocorreram melhoras significativas do superávit primário (tabela 3). Em Junho de 1999, se introduziu também o regime de metas de inflação. Esse novo regime representava um compromisso primordial da política monetária com a estabilidade de preços. O conturbado ano de 1999 terminou com muitas expectativas sobre qual rumo a economia do país tomaria a partir de então.

Novas medidas fiscais e o suporte do FMI, de instituições multilaterais e do setor privado colaboraram muito para que o país se recuperasse bem da crise. O regime de metas de inflação funcionava como limitador da política monetária do governo. A Lei de Responsabilidade fiscal foi aprovada em 2000 e implicou maior disciplina e limites nos gastos dos governos estaduais. Essas novas medidas contribuíram para que fosse possível que as taxas nominais de juros se reduzissem lenta e gradualmente durante 2000 e início de 2001 (tabela 3).

Pode-se dizer que o regime de metas de inflação teve êxito. Apesar da crise energética que abalou o Brasil em 2001 e pressionou os preços públicos, foi possível que no final do ano a inflação IPCA estivesse em 6,0% significativamente abaixo dos níveis de 1999 (tabela 3). O PIB teve um considerável crescimento de 4,4% em 2000 e as conseqüências da redução da taxa de juros reais geravam incerteza e receio de que ocorresse pressão inflacionária. No ano seguinte, houve uma agitação do mercado devido ao início da Crise da Argentina e turbulência mundial do mercado acionário. Em resposta a isso, pela primeira vez desde a adoção do novo regime, o Banco Central elevou a taxa SELIC em 0.5 ponto percentual em Março e Abril de 2001, alcançando

²⁵ OECD Economic Survey (2001), Brasil

16.25%. O ataque terrorista em 2001 e receio de conturbações no Oriente Médio que poderiam modificar bruscamente o preço do Petróleo pressionaram o câmbio, mas foram as eleições de 2002 que deflagraram uma nova crise no país. O medo da vitória do esquerdista Lula como presidente e a incerteza sobre os rumos que a economia tomaria a partir daí gerou grande nervosismo no mercado financeiro. O mercado incorporou nas suas expectativas essa desconfiança e passou a exigir crescentes juros para comprar títulos do país, além disso, o prêmio de risco aumentou significativamente. Em resposta a isso, o Banco Central permitiu uma grande desvalorização da taxa de câmbio para amenizar o impacto no Balanço de Pagamentos. O governo tentou reagir pedindo que os principais candidatos assumissem compromisso com a estabilidade e anunciou um novo pacote com o FMI. Com a confirmação da vitória de Lula em Outubro de 2002 e a nomeação da equipe econômica do novo governo houve alívio por partes dos agentes econômicos. O moderado Henrique Meirelles iria substituir Armínio Fraga na presidência do Banco Central e isto significava que não haveria ruptura na condução da política monetária. O mercado se convenceu das perspectivas continuístas da nova equipe econômica, liderada por Meireles e Antonio Palloci, que seria o novo Ministro da Economia, e desta forma foi possível uma rápida recuperação do país.

Tabela 3: Indicadores Macroeconômicos do Período de câmbio flutuante do Plano

Real

	1999	2000	2001	2002
Crescimento do PIB	0.8%	4.4%	1.4%	1.5%
Inflação (IPCA)	8.9%	6.0%	7.7%	12.5%
Depreciação da Taxa de Câmbio	48.0%	9.3%	18.7%	52.3%
Taxa Nominal de Juros (Selic)	24.8%	17.4%	17.2%	19.2%
Taxa Real de Juros	14.6%	10.8%	8.9%	11.1%*
Superávit Fiscal (%PIB)				
Primário	3.3%	3.6%	3.8%	4.0%
Nominal	-5.8%	-3.6%	-3.5%	-4.7%
Conta Corrente				
Bilhões de USD	-25.30	-24.20	-23.20	-7.70
%PIB	-4.8%	-4.1%	-4.6%	-1.7%

* Taxa real de juros ex ante calculada com a meta nominal da taxa Selic de 25%, estabelecida em 18/12/02 e com a mediana das expectativas de inflação para 2003 de acordo com a pesquisa semanal do Banco Central Brasileiro (disponível em www.bcb.gov.br). A taxa real de juros ex post para 2002 foi 5.9%, uma vez que a inflação subiu inesperadamente nos últimos meses.

²⁶Fonte: GARCIA, MARCIO G.P.: **Vulnerabilidade Externa e as crises do Plano real sob câmbio flutuante: como escapar da armadilha dos juros reais muito elevados?** (2004)

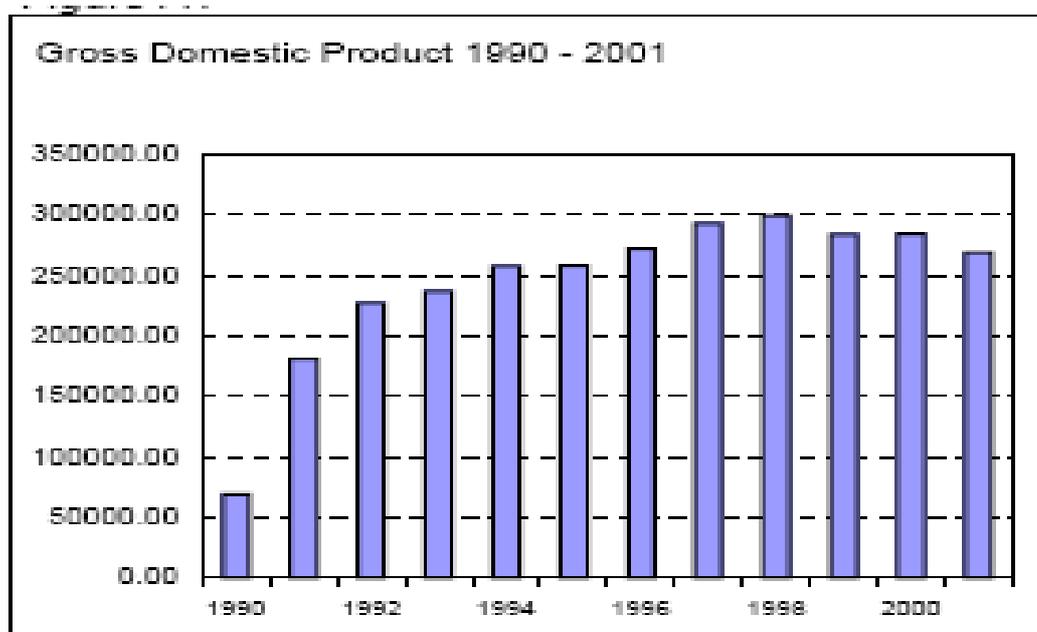
Capítulo 6

Crise cambial na Argentina em 2001/02 e a volta a flutuação

O regime de currency board até 1994 vinha obtendo resultados muito satisfatórios no que diz respeito à estabilização e crescimento. Depois de alguns anos de êxito, o primeiro abalo que o regime sofreu foi devido ao Efeito Tequila em 1995, caracterizado por uma interrupção do fluxo de capitais internacionais e do investimento gerando uma forte recessão no país. Foi o sinal inicial da inconsistência do plano de conversibilidade, já que quando ocorre uma grande saída de capital do país torna-se necessário o aumento dos juros para diminuir a liquidez ao mesmo tempo em que é neste momento que os bancos necessitam de maior liquidez de ativos para fazer frente a demanda da população pelos seus depósitos em moeda nacional.

Nota-se, porém, que as exportações do país obtiveram bons resultados durante a crise. Esse desempenho, juntamente com o fim do nervosismo do mercado, resultou na recuperação do país já em 1996 sem que fossem necessárias alterações no regime monetário.

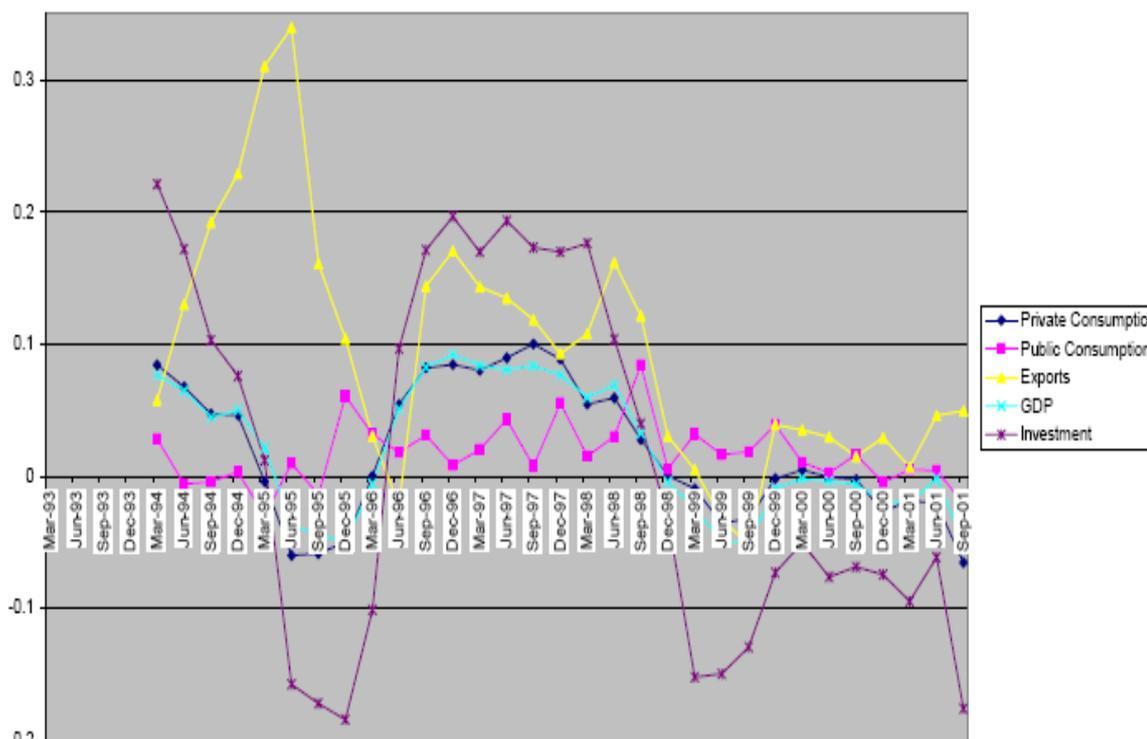
Figura 1 – Evolução do PIB Argentino



27

²⁷ Fonte: ALVAREZ PLATA, PATRICIA e SCHROOTEN, MECHTILD – “*The Argentinean Currency-Crisis*”

Figura 2 – Indicadores Macroeconômicos da Argentina de 1993 a 2001

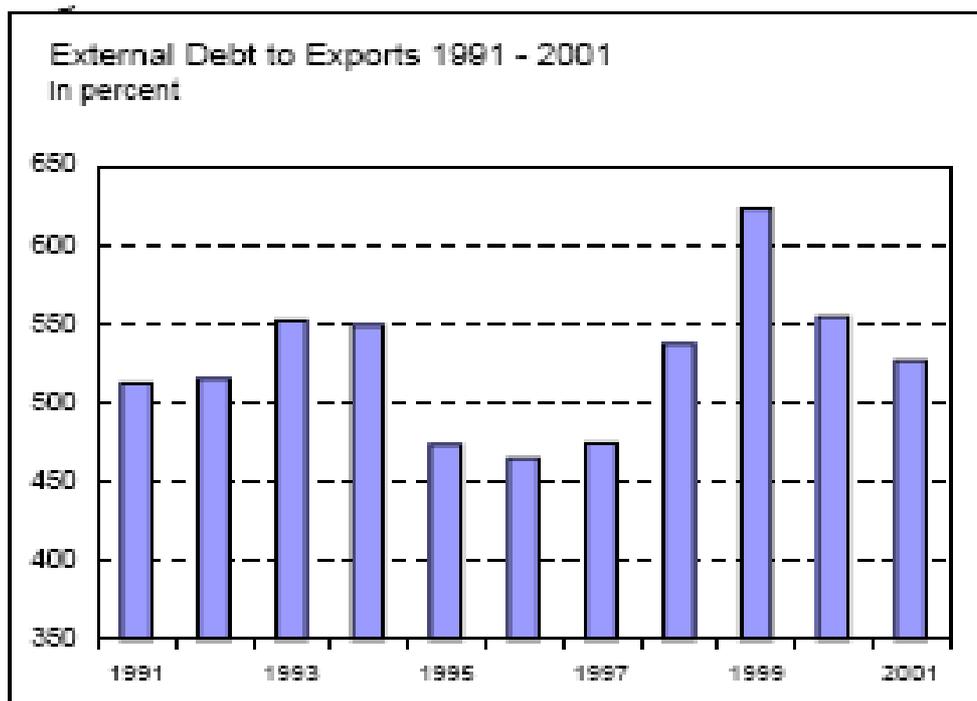


28

A crise Asiática em 1997 abalou os termos de troca argentinos (figura 2). A esta se seguiu a crise da Rússia em 1998 e a flutuação do Brasil em 1999. Mais uma vez houve uma brusca queda do investimento no país. Só que desta vez a situação já não era a mesma de quando ocorreu a crise do México. O contágio se deu, pois se tratavam de países também emergentes sofrendo colapsos financeiros, causando por isso desconfiança nos agentes sobre a sanidade da economia de países em desenvolvimento de forma geral. Ocorreu nesse momento uma brusca queda do investimento (figura 2) e do produto (figura 1 e 2). Com a flutuação da moeda brasileira, os termos de troca argentinos ficaram muito abalados, as exportações tornavam-se menos competitivas, as importações continuavam baratas e a industria local ficava bastante danificada (figura 3 e 4). A confiança na capacidade argentina de manter o regime por muito tempo era cada vez menor. Conseqüentemente, a população e os investidores se apressavam em retirar seu dinheiro dos bancos e trocar por dólar para evitar prejuízos com a especulada desvalorização. A impossibilidade do Banco Central de fazer política monetária deteriorava ainda mais a conjuntura econômica. O governo precisava de cada vez mais dólares para satisfazer os desejos da população.

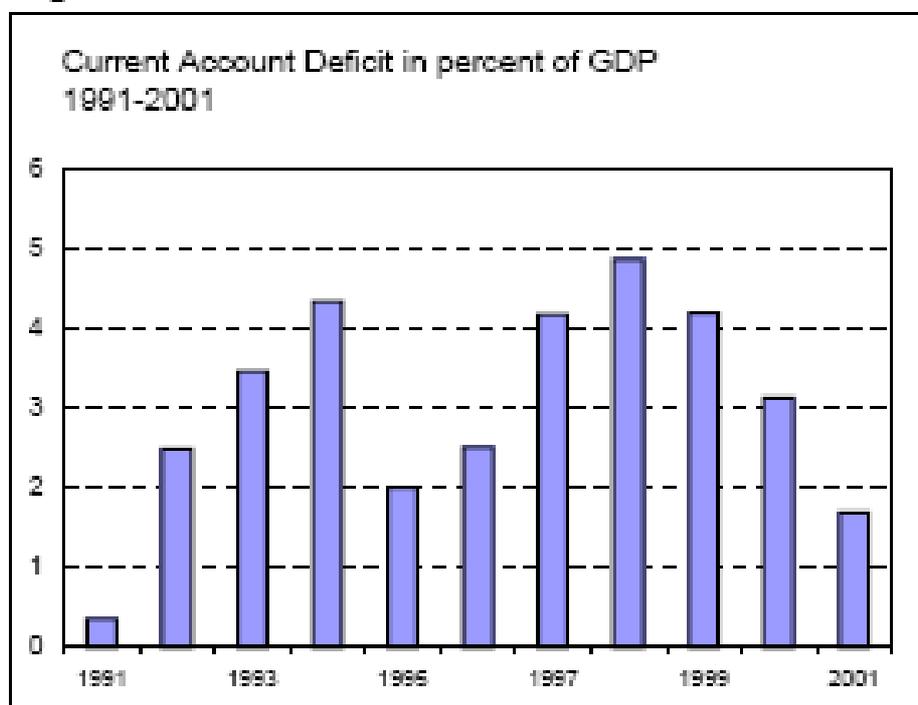
²⁸HAUSMANN, RICARDO e VELASCO, ANDRÉS (2002)

Figura 3: Déficit externo de exportações (1991 – 2001)



29

Figura 4: Déficit em conta corrente (% do PIB)



30

²⁹ Ver nota 27

³⁰ Ver nota 27

As circunstâncias ainda pioraram quando, em 1999, o Federal Reserve elevou as taxas de juros americanas, pressionando mais os juros argentinos para que a paridade fosse mantida. No ano de 2000, houve ainda uma expressiva valorização do dólar frente ao Euro, prejudicando as exportações para o mercado Europeu, e uma recessão mundial em 2001. Todos esses fatores abalaram novamente o mercado financeiro e geraram piora nas transações comerciais. A falta de ajuste da paridade do peso em relação ao dólar americano, foi uma causa fundamental do estancamento econômico que caracterizou o país principalmente a partir de 1998 (figura 1 e 2).

Havia muitos indicadores que evidenciavam a deterioração econômica (ver tabela 1). O mercado de bens e fatores não era consistente e flexível o suficiente para forçar uma desvalorização real do peso sem que houvesse sacrifício econômico. O déficit em conta corrente evidenciava uma economia pouco competitiva. Além disso, não havia níveis satisfatórios de investimento e poupança interna. Diante deste quadro, a recessão e aumento da dívida pública eram óbvios.

Tabela 1: Estimativas do Balanço de Pagamentos (milhões de dólares)

Balance of Payments Estimates									
in millions of dollars									
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total	Total
Conta Corrente	-5.173	-6.824	-12.240	-14.527	-11.983	-9.015	-3.336	8.682	7.370
Bens	2.357	1.760	-2.123	-3.097	-795	2.452	7.385	17.178	16.448
Serviços	-3.436	-3.562	-4.408	-4.490	-4.151	-4.323	-3.911	-1.561	-1.448
Renda	-4.691	-5.505	-6.224	-7.405	-7.491	-7.548	-7.237	-7.487	-8.208
Transferências	597	483	515	465	454	403	427	552	578
Conta de Capital	7.239	12.372	16.780	18.354	13.772	8.737	-5.439	-11.404	-2.941
Varição reservas int ¹ 31	-102	3.882	3.273	3.438	1.201	-439	-12.083	-4.516	3.581

No entanto, a experiência da Argentina com a crise do México e sua recuperação sem que fossem necessárias alterações no câmbio, levavam as autoridades econômicas a acreditarem que mais uma vez era suficiente não alterar os fundamentos e focar a

³¹Ministério de economia e produção da Argentina: www.mecon.gov.ar

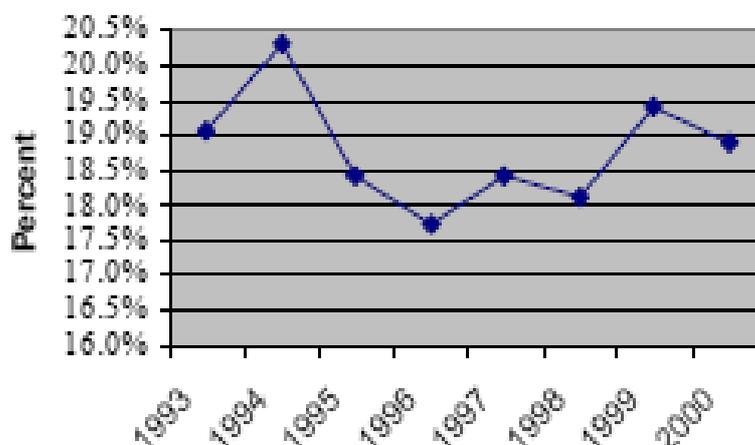
política na manutenção do currency board. O próprio FMI elogiou e incentivou no “*News Brief No 99/24*” do ano de 1999 a prudente política Argentina. O órgão disse que se tratava apenas de um choque externo, mas que a organização macroeconômica, o funcionamento do sistema bancário e as reformas administrativas realizadas em função do regime de currency board tiveram efeitos benéficos na confiança e iriam permitir que o país enfrentasse suas dificuldades sem maiores lesões ³².

A Argentina estava sofrendo o que Calvo e Reinhart (1999) chamaram de “when capital inflows come to a sudden stop”, ou seja, caos em que o influxo de capital é interrompido repentinamente. Isso deixa o país numa situação de insolvência e quase sempre acarreta uma crise no setor financeiro. Sob câmbio fixo, quando cessa o fluxo de capital, as reservas internacionais se reduzem e a economia entra numa situação extremamente vulnerável³³. Neste regime monetário, somente o ingresso de capital internacional é que estimula a atividade econômica. Para tentar amenizar a situação, o FMI deu suporte com pacotes que incluíam empréstimos de \$40 bilhões em 2000 e \$28 bilhões em 2001. Se por um lado, esse dinheiro possibilitou que o país tolerasse a crise por mais tempo já que foi injetado alto grau de liquidez no país, por outro lado, a situação ficou mais delicada. A dívida atrelada ao dólar aumentou, aumentando as dúvidas se estaria ela em um nível sustentável. Num contexto de grandes especulações, a ocorrência de uma desvalorização tinha grandes chances de ser seguida de uma moratória. Além disso, para que fossem realizados os acordos, era necessário seguir certas condições impostas. Uma das exigências foi, em Julho de 2001, que o país tivesse déficit zero no orçamento. Era uma medida para resolver, ou ao menos tentar, a questão fiscal tendo em vista que a dívida pública pulou de 80,3 bilhões de dólares no final de 1994 para mais de 140 bilhões de dólares em meados de 2001. O problema era que a economia estava em recessão e em períodos assim não é aconselhável balancear orçamentos, mas sim tentar reaquecer a economia através de uma política expansionista. Tal política fiscal restritiva aumentava o spread da taxa de juros real e dificultava rolar a dívida. Assim, as restrições do acordo deixaram o governo sem muitas saídas para tentar estimular a economia. Desta forma o país se encontrava em uma situação complicada, na tentativa de evitar um agravamento da crise, acabou piorando ainda mais a insatisfação da população com a persistente recessão.

³² Ver nota 28

³³PINEDA-GARCIA, SERGIO : “*The Argentinean Crisis*”

Figura 5: Gastos Primários do governo (excluindo juros) em porcentagem do PIB



34

A calamitosa situação econômica também afetava muito a conjuntura política. Diante deste quadro econômico, o risco-Argentina seguia uma trajetória ascendente e em novembro de 2000, as taxas de juros dispararam. Muitos analistas econômicos julgaram que seria inevitável que o país se curvasse à desvalorização, comparando inclusive com o caso brasileiro em 1998/99. Foi quando o país recorreu ao pacote de ajuda do FMI e o presidente de la Rúa, na permanente tentativa de reconquistar a confiança, nomeou Domingo Cavallo novamente como Ministro da Economia. De fato, os investidores reagiram positivamente ao retorno do ministro, mas não foi suficiente, a manutenção da paridade cambial e a economia recessiva provocavam insatisfação geral, manifestações populares e um verdadeiro caos no país. Foram implementadas restrições bancárias e limite máximo para saques e isso foi a gota d'água. Diante da iminente desvalorização, o governo tomou essa medida para evitar uma quebra generalizada de todo o setor financeiro. No entanto, a população, que já estava sofrendo com a recessão e desemprego, queria proteger seus recursos financeiros. O Ministro Cavallo foi duramente atacado e criticado mundialmente, se um dia ele foi herói, agora ele era um grande vilão. A Argentina tinha caído na armadilha de seu próprio modelo³⁵.

Essa situação levou a renúncia de Cavallo e, em dezembro de 2001, também do Presidente Fernando de la Rúa. A população Argentina provocou o maior protesto dos últimos anos. Nas duas semanas seguintes, quatro presidentes assumiram o poder e também renunciaram. Em 1º de janeiro de 2002, assumiu Eduardo Duhalde.

³⁴ WEISBROT, MARK (2002)

³⁵ Ver nota 33

O novo presidente tinha como desafio um país com altas e permanentes taxas de desemprego e que havia recentemente suspenso o pagamento da maior dívida internacional de sua história. Em 6 de Janeiro, Duhalde confiscou \$17.8 bilhões de reservas estrangeiras e finalmente desvalorizou a moeda Argentina. Bancos comerciais foram forçados a retornarem os dólares ao Banco Central e os depósitos foram bloqueados. Como durante o período de currency board era permitido que fossem mantidos depósitos em dólar dentro do país, o presidente converteu todos esses depósitos para pesos, gerando críticas e protestos de opositores. Encerrou-se assim a política que por 10 anos manteve o peso Argentino atrelado ao dólar.

A Argentina não adotou simplesmente um regime de câmbio fixo. Os arranjos monetários, as leis de conversibilidade e a carência de uma estratégia de saída geraram uma conjuntura despreparada para manter uma situação fiscal interna saudável e encarar choques externos. Além disso, a moeda do país estava atrelada ao dólar americano, ou seja, dependia das políticas dos Estados Unidos, um país com as condições sociais, econômicas e políticas bem diferentes da Argentina e que por isso, tinha uma economia que reagia de maneira diversa à Argentina diante do contexto internacional. Assim, a taxa de juros da Argentina não podia subir ou descer de acordo com as necessidades de reservas internacionais do país mas sim de acordo com os movimentos da taxa externa. Este ponto deve ser muito relevante quando se decide atrelar sua moeda a outra, principalmente de maneira tão rígida como era o currency board. Desta forma, quando começou a ocorrer turbulências internacionais, a situação econômica interna Argentina se deteriorou dada que estava subordinada ao regime de estabilidade cambial. A única ferramenta disponível ao governo era a política fiscal, que prejudicava a dívida pública.

Nos meses seguintes a desvalorização, a situação permanecia muito difícil. Em Março a desvalorização já chegava a 70% desde janeiro. O produto continuava em níveis indesejáveis e a inflação aumentava. Nos primeiros seis meses de 2002, os preços de consumo cresceram 30% e os preços de atacado subiram perto de 100%. A situação fiscal teve uma pequena melhora, mas ainda estava muito fraca, o déficit primário ficou em torno de 1% do PIB no primeiro semestre. Apesar do saldo em conta corrente, a intervenção para reduzir a pressão no Peso Argentino e na inflação era negativa do ponto de vista das reservas do governo. O governo também tentou fazer acordos

bilaterais entre as províncias para ajusta-las financeiramente³⁶. Esse ponto foi alvo de crítica do FMI que questionou a capacidade de crescimento do país se cada província tinha pontos de vista diferentes sobre o que seria melhor fazer³⁷.

Em meados do ano a economia voltou a crescer depois de quatro anos de recessão. A nova taxa de câmbio desestimulou muito as importações e aumentou as exportações e isso teve importante papel para a retomada da recuperação econômica. Mesmo assim, em 2002 o PIB se contraiu 18%, o desemprego aumentou para 22% , a inflação anual foi de 40% e a moeda perdeu 70% de seu valor³⁸. O FMI, que estava receoso em fazer empréstimos ao país por não ter observado progresso, em 2003 concedeu um “empréstimo ponte” de US\$ 6 bilhões. A UNCTAD³⁹ destacou o papel do aumento dos investimentos e do consumo privado. Finalmente a Argentina começou a dar maiores sinais de recuperação e, neste ano de 2003, o país alcançou um crescimento de 8.8% do produto nacional bruto (PNB).

³⁶ KRUEGER, ANNE: “*The Argentinean Crisis*” NBER, IMF (2002)

³⁷ “ *But, this proud, powerful nation, cannot get its potential together if every province has its own understanding about what is right, what is wrong and its own understanding about the common good for Argentina*” KOHLER, FMI Breafing on Latin American (2002)

³⁸ Revista *The economist*: "Storm Abated, Outlook Still Unsettled" (11/01/2003)

³⁹ United trade conference on trade and development

Capítulo 7

Brasil x Argentina: mesmo fim, diferentes caminhos

As crises cambiais que abalaram as economias do Brasil em 1998/1999 e Argentina em 2001/2002 foram resultados da combinação das políticas econômicas tomadas ao longo da década de 90 com os choques externos. As crises desses dois países evoluíram em torno de um mesmo eixo, entretanto cada uma com seus inúmeros aspectos particulares.

Na década de 90, principalmente influenciados pelo Consenso de Washington, ambos os países seguiram a linha de liberalização indicada pelos Estados Unidos. A Argentina, inclusive pelo maior trauma da crise na década de 80 e pela sua menor heterogeneidade social e política, iniciou seu curso liberal de maneira mais rápida e intensa. Logo em 1991 lançou o plano de conversibilidade e as privatizações. Já o Brasil embarcou em mais uma tentativa de estabilização somente em 1994 com o plano Real, que tinha características mais flexíveis em termos de rigidez cambial do que o plano argentino. Ambos os países, no entanto, passaram então a tomar um mesmo rumo. O fantasma da inflação desapareceu e a estabilização foi finalmente alcançada. Contudo, esse trunfo teve seus custos. Em primeiro lugar, era nítida uma sobrevalorização cambial. Segundo, houve uma desestruturação das contas públicas devido aos excessivos déficits do Balanço do Pagamento que se seguiram. Terceiro, a reforma monetária implicou em perda da autonomia de política monetária e dependência extrema do fluxo de capitais internacionais para se sustentar.

O final do século reservou surpresas muito desagradáveis para países que embarcaram num regime cuja sustentabilidade dependia do capital internacional. As crises da Ásia em 1997 e da Rússia em 1998, regiões de condições socioeconômicas consideradas similares pelo mercado, abalaram a credibilidade e confiança no câmbio no Brasil e Argentina. Entretanto, nesse momento o Brasil foi atingido de maneira muito mais aguda. A Argentina até então usufruía um risco-spread abaixo do brasileiro e tinha mais crédito junto ao sistema monetário internacional. Um dos motivos era a âncora mais rígida que adotou ao atrelar sua moeda ao dólar. Assim foi possível que a

Argentina contasse até então, com exceção da Crise do México, com o fluxo de capital internacional que necessitava sem taxas de juros tão exorbitantes como no Brasil e tivesse mais espaço para crescer. Isso por sua vez proporcionava maior confiança dos agentes, maior liquidez e assim sucessivamente.

No início de 1999, enquanto a Argentina se manteve firme no seu regime de currency board, o Brasil não resistiu às pressões e acabou desvalorizando sua moeda em relação ao dólar, e conseqüentemente ao peso argentino. As expectativas de recessão devido à crise em que o país estava acabaram não se concretizando e a recuperação foi positiva. O Brasil chegou a crescer 0,8% em 1999. Pela grandeza e importância do Brasil para o mercado internacional, houve muitos rumores e temores com a repercussão sobre a América Latina e Ásia. As instituições financeiras internacionais ofereceram apoio ao país, colaborando para reduzir as apreensões. De fato, não ocorreram grandes efeitos colaterais internacionais, as autoridades argentinas reafirmaram o comprometimento da sua taxa de câmbio e o Brasil rapidamente começou a dar sinais de recuperação. Em Maio a economia voltou a crescer e as entradas líquidas de capital estrangeiro também estavam aumentando. Foi retomado o crescimento mas o país ainda permanecia muito vulnerável e dependente dos investidores internacionais.

A situação Argentina teve um timing diferente. Apesar de ter sua economia abalada pelas crises internacionais à partir de 1997 e, mais fortemente, pela desvalorização da moeda brasileira em 1999, o país demorou a reconhecer a necessidade de flutuação e enfrentou uma inigualável crise e recessão até que a situação se tornasse completamente insustentável, se rendendo à desvalorização somente no princípio de 2002.

Esta posição mais inflexível da Argentina tinha seus motivos. Primeiro, ao vincular o peso ao dólar de maneira crível, o país incentivou uma situação em que muitas pessoas, instituições e o próprio governo contraíssem dívidas atreladas ao dólar. Diferentemente do Brasil que teve sua dívida afetada pelo câmbio apenas em 15% do PIB ao desvalorizar e não teve problemas em honrá-la, na Argentina o peso da dívida atrelada seria mais do que o dobro. Assim, uma desvalorização geraria temores de calotes e, caso isto acontecesse de fato, o país ficaria sem crédito internacional. Além

disso, importantes investidores estrangeiros de considerável influência nacional também eram contrários à desvalorização. Havia uma polarização de setores pró e contra a flutuação. Esses fatores tinham grande peso na obstinação da Argentina em manter sua paridade, mesmo que a custo de uma recessão. Essa resistência desencadeou uma crise bem mais preocupante do que a brasileira.

Os argentinos tinham recebido grande colaboração do FMI em 2000 e 2001, auferindo empréstimos para sanear a situação fiscal e injetar liquidez na economia. No entanto, os sucessivos descumprimentos fiscais comprometeram enormemente a confiança na economia do país. Além disso, a instabilidade política contribuía para que não ocorresse nenhum consenso partidário suficiente para tomar alguma medida certa, gerando ainda maiores incertezas dos agentes econômicos. O fundo desacreditou no país e interrompeu a concessão de empréstimos até que a Argentina começasse a se movimentar no sentido de melhorar o seu lado fiscal⁴⁰. A situação argentina se aprofundava mais ainda e os investidores desconsideravam cada vez mais o país. Foi somente em 2003 que o FMI voltou a ajudar o país, em grande parte pressionado por muitas democracias capitalistas avançadas preocupadas com o futuro da América Latina.

Nesses aspectos, o Brasil foi mais beneficiado. Primeiro, o pacote de US\$ 41 bilhões em fins de 1998, proporcionou uma saída mais airosa da crise do início de 1999 e a situação política proporcionava credibilidade ao mercado. O Brasil contou ainda com um novo empréstimo em Setembro de 2002 para ajudar a combater a especulação monetária associada a possível vitória do partido esquerdista nas eleições presidenciais⁴¹. Além disso, o país não chegou a atrelar irrevogavelmente sua moeda ao dólar, ao invés disso realizava mini desvalorizações regularmente, de modo que não havia muitos grupos de interesse tão fortemente contrários à flutuação a ponto de preferir arrastar uma recessão por anos consecutivos. Outro ponto a favor do Brasil é que não possuía uma indexação formal ao dólar nem perto dos níveis argentinos, isso significava que a desvalorização não teria peso excessivo sobre a inflação. Como argumentou Fabio Giambiagi em um artigo sobre que rumos se encaminhava a

⁴⁰ *“Another way of saying it is that we can't help unless Argentina will do at least a minimum to help itself.”* Ms. Krueger, FMI Briefing on Latin American (2002)

⁴¹ FAUCHER, PHILIPPE e ARMIJO, LESLIE ELLIOTT: *“Crises cambiais e a estrutura decisória: a política de recuperação econômica do Brasil e Argentina”* (2004)

Argentina em 2001 ⁴² “Cabe lembrar que parte da explicação para o fato da desvalorização inicial de quase 80% não ter provocado explosão dos preços no Brasil deve-se ao fato de a inflação IPC nos dois primeiros meses após a desvalorização ter sido baixa, o que atenuou a demanda por reindexação e se explica pela circunstância de os contratos no Brasil serem em real. Na Argentina, porém, alugueis, contas, algumas tarifas e toda uma série de fatores formalmente vinculados ao dólar aumentariam no ato exatamente na proporção deste, contaminando drasticamente o IPC”.

Fica claro então que apesar de Brasil e Argentina após conquistarem a estabilização, foram vítimas do próprio caminho de política monetária e fiscal que escolheram seguir e ainda sofreram com as crises financeiras internacionais que eclodiram na segunda metade da década de 90. Em última instância, foram crises cambiais provocadas pela conta corrente, dada as políticas insustentáveis e a falta de competitividade. Os agentes internacionais apenas se anteciparam a inevitável desvalorização e provocaram ataques especulativos. Não se pode negar que o contexto externo teve grande contribuição para acelerar e agravar esse processo, já que se tratavam de países dependentes do fluxo de capital.

Brasil e Argentina acabaram por ceder à desvalorização, contudo as particularidades de cada plano de estabilização escolhido, de cada sociedade e de cada economia fez com que o processo brasileiro fosse mais rápido e bem sucedido, enquanto o argentino fosse mais arrastado e custoso.

⁴² GIAMBIAGI, FABIO: “*A hora e a vez da Argentina*”, 2001

Capítulo 8

Conclusão

Esse trabalho analisou a o curso econômico do Brasil e Argentina que culminou na eclosão de crises cambiais e ataques às moedas que levaram ao abandono da paridade fixa. Pela semelhança do histórico econômico e, principalmente, porque os dois países adotaram regimes de câmbio fixo em épocas próximas com o mesmo objetivo de estabilidade, questiona-se e compara-se muito as trajetórias deles. São inegáveis as semelhanças já que foram realizados planos de estabilização, onde a paridade estável com o dólar era o núcleo do programa de reforma que alcançou estabilidade de preços para os países após muitos anos de altas taxas de inflação. No entanto, paralelamente a isso, a situação interna se deteriorou extremamente e a dívida atingiu níveis preocupantes. Sustentar um câmbio artificialmente valorizado e o aperto monetário necessário para tanto prejudicou muito a conta corrente e inviabilizou em algum momento o crescimento. Uma desvalorização moderada seria uma estratégia correta, no entanto, tratando-se de países em desenvolvimento, tal flutuação fatalmente ocorreria mais forte do que o desejado. O desemprego e recessão que se instalaram sinalizavam que talvez os países não fossem capaz de sustentar o câmbio por muito tempo.

A situação precária que se afundou a Argentina, com uma enorme crise política, insatisfação social e economia arruinada levou a muitos questionamentos se realmente foi positiva a escolha do regime de currency board. Apesar da hiperinflação ter de fato sumido, fixar o peso ao dólar foi altamente custoso. Talvez, se a desvalorização não tivesse sido tão retardada, as opiniões fossem diferentes. De fato, o país gozou de estabilidade e crescimento por alguns anos, no entanto as condições financeiras mundiais mudaram e era necessário estar atento a isso. A Argentina insistiu fortemente no seu regime e engoliu anos de recessões na esperança de retornar a um contexto de prosperidade, que em certa altura, era claro que não seria possível. Além disso, contrair dívida atrelada ao dólar é muito perigoso, deve-se sempre cogitar a hipótese de uma eventual desvalorização. Em regimes como o currency board, é essencial que haja credibilidade e uma economia sólida e passível de crescimento e equilíbrio fiscal, pois caso contrário, uma vez que o mercado comece a desconfiar do compromisso com a paridade fixa, dificilmente é possível reverter a situação sem maiores danos. Foi o que

aconteceu com a Argentina, as crises externas provocaram iliquidez e a desconfiança sobre a sustentabilidade do câmbio e a recessão e acúmulo de dívida do governo foram se tornando cada vez maior.

O caso brasileiro teve um andamento semelhante ao argentino, no entanto com magnitudes diferentes. Primeiramente, em contraste com a Argentina, o Brasil adotou um sistema de mini desvalorizações cambiais que amenizaram o impacto e os custos da flutuação posterior. O sistema de paridade brasileiro era mais flexível que o argentino, de forma que, a desvalorização não prejudicava tão intensamente muitos grupos de interesses. Isto não significa porém, que o Brasil percorreu um caminho primoroso. Principalmente no aspecto fiscal, foi adotada uma postura extremamente irresponsável e inconseqüente. Havia uma clara inconsistência da política fiscal tomada com o compromisso com o regime de câmbio fixo. Os déficits em conta corrente eram crescentes e conflitavam com o aumento das taxas de juros, necessários para a manutenção da paridade. Esse fator era suficientemente grave do ponto de vista do mercado financeiro para que houvesse temor e eclodisse um ataque especulativo à moeda.

Embora essa situação não fosse óbvia no início da década de 90, quando foram instaurados os regimes, estudos e pesquisas empíricas mostram que as maiorias dos países que adotam esta estratégia para estabilizar preços obtêm uma implantação fácil do regime e resultados eficazes em termos de estabilização de preços, no entanto se deparam com um desenvolvimento muito mais problemático (Calvo e Végh, 1999). Brasil e Argentina são casos típicos em que a abertura comercial combinada com o câmbio fixo sobrevalorizado pode gerar déficits comerciais e desequilíbrios no balanço de pagamentos. Os únicos instrumentos disponíveis às autoridades monetárias são a contração monetária ou austeridade fiscal, ambos de natureza recessiva. De fato, o déficit que foi se acumulando ao longo dos anos de câmbio fixo era conseqüência das altas taxas de juros, que pressionavam o serviço da dívida, e da recessão econômica. As crises sofridas pelos dois países deixou claro que mercados emergentes devem ser mais atentos à dívida externa. Desta forma, os episódios brasileiro e argentino são exemplos na vida real de que, principalmente em ambientes internacionais onde prevalecem taxas flutuantes, a moeda fixa deixa o país em situação de alta vulnerabilidade a ataques

especulativos e é fundamental que haja uma política macroeconômica responsável para evitar a erupção de crises cambiais .

No momento em que o mercado constatou que a raiz do problema era o enorme déficit orçamentário, começou a haver grande receio quanto ao compromisso com as paridades do câmbio. Uma vez vistos como países de risco, a necessidade de reconquistar credibilidade leva o país a adotar políticas fiscais e monetárias recessivas, insensatas do ponto de vista da sanidade econômica. A crise cambial que se instala nada mais é do que um jogo perverso de tentativa de reaver uma confiança que dificilmente se alcança de novo. Brasil e Argentina realizaram políticas macroeconômicas ao longo da década de 90 que abriram porta para esse jogo e acabaram por exacerbar mais ainda a queda da atividade econômica. A resistência em desvalorizar apenas agravou ainda mais o quadro. Ambos se renderam à flutuação econômica e foram necessários enormes esforços para revitalizar a economia, deixando em dúvida se foi válida a adoção dos planos de estabilização no início dos anos 90.

Referências Bibliográficas

Fundo Monetário Internacional: www.imf.org

KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. : **Economia Internacional – Teoria e Prática**, Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP

GOLDFAJN, ILAN: **The Swings in Capital flows and the brazilian crisis**. Texto para discussão n. 422 – Departamento de Economia PUC-RIO (2000)

LOPES, C.F. LAGROTA: **Monetary Policy and External Vulnerability in Brazil**. BNDES (2003)

BAIG, TAIMUR e GOLDFAJN, ILAN - *FMI working paper* (2000)

OECD Economic Survey (2001), Brasil

Jornal O Estado de São Paulo

GARCIA, MARCIO G.P.: **Vulnerabilidade Externa e as crises do Plano real sob câmbio flutuante: como escapar da armadilha dos juros reais muito elevados?** (2004)

ALVAREZ PLATA, PATRICIA e SCHROOTEN, MECHTILD – “*The Argentinean Currency-Crisis*”

HAUSMANN, RICARDO e VELASCO, ANDRÉS (2002)

Ministério de economia e produção da Argentina: www.mecon.gov.ar

PINEDA-GARCIA, SERGIO : “*The Argentinean Crisis*”

KRUEGER, ANNE: **The Argentinean Crisis**. NBER, IMF (2002)

Revista The economist, 11/01/2003: “**Storm Abated, Outlook Still Unsettled**”

FMI Briefing on Latin American (2002)

GIAMBIAGI, FABIO: “**A hora e a vez da Argentina**”, 2001

KRUGMAN, P. : **Currency Crisis** (1997)

HONG, KISEOK e TORSELLI, AARON: **Recovery from a currency crisis: some stylized facts**. Journal of Development Economics 76 (2005)

Banco Central do Brasil: www.bcb.gov.br

GOLDFAJN, ILAN e GUPTA, POONAM: **Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?**. IMF Working Paper (WP/99/42)

GOLDFAJN, ILAN e VALDÉS, RODRIGO: **Are Currency Crisis predictable?**. IMF Working Paper (WP/97/59)

ALVES JR, ANTONIO; FERRARI FILHO, FERNANDO; DE PAULA, LUIZ : **Crise Cambial, insatibilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós keynesiana**

Seminário Internacional (CENIT/FLACSO/PNUD) – Buenos Aires (2003)

LEVY-YEYATI, EDUARDO: **10 anos de convertibilidad: la experiencia Argentina** . Revista de Análisis Económico (2001)

MIRANDA, MAURO C.: **Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil**. Universidade de Brasília (2002)

SAMPAIO, FERNANDO: **O Brasil e a Crise da Argentina** (2002)

FAUCHER, PHILIPPE e ARMIJO, LESLIE ELLIOTT: **Crises cambiais e a estrutura decisória: a política de recuperação econômica do Brasil e Argentina** (2004)