

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**TAXA DE CÂMBIO: UM ESTUDO SOBRE OS DETERMINANTES,
TAXA DE CÂMBIO REAL E EFETIVA E CRISES CAMBIAIS**

CLAUDIO MAXIMILIANO BRANCHIERI

Porto Alegre
2002

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**TAXA DE CÂMBIO: UM ESTUDO SOBRE OS DETERMINANTES,
TAXA DE CÂMBIO REAL E EFETIVA E CRISES CAMBIAIS**

Autor: Claudio Maximiliano Branchieri

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS como quesito parcial de obtenção do Grau de Mestre em Economia, na modalidade Mestrado Interinstitucional UFRGS/UCS.

Porto Alegre
2002

B 796 t BRANCHIERI, Claudio Maximiliano.
Taxa de Câmbio: um estudo sobre os determinantes, taxa de câmbio real e efetiva e crises cambiais.

n 139 f.

Dissertação do Programa de Pós-Graduação em Economia apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul – Mestrado Interinstitucional – UFRGS.
Orientador: Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal

336.7 CDU

PENSAMENTO

O homem que cala e ouve não dissipa o que sabe e aprende o que ignora.

DEDICATÓRIA

*À Odete Lorenzon, Ivan Rogério Heinrich
e Berenice H. Monteiro, que muito me
apoiaram durante todo o mestrado.*

AGRADECIMENTOS

Á meu orientador Profº Dr. Marcelo Savino Portugal, aos demais professores do Curso de Mestrado, e em especial ao Profº Dr. Fernando Ferrari, cuja disciplina de mestrado muito colaborou para a compreensão deste trabalho.

Á meu sócio Alexandre Benini, que supriu minha ausência profissional bem como Mauricio e Samanta, finalmente meus parentes próximos Rosa Maria, Maria, Carlos, bem como minha mãe Clara.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	7
LISTA DE TABELAS	9
RESUMO	10
ABSTRACT	11
INTRODUÇÃO	12
1 TAXA DE CÂMBIO E SEUS DETERMINANTES	16
1.1 Conceito	16
1.2 Regimes Cambiais	16
1.2.1 Regime Cambial Flutuante	17
1.2.1.1 O ajuste no regime cambial flutuante	18
1.2.2 Regime Cambial Fixo	18
1.2.3 Evolução do Sistema Monetário Internacional.....	19
1.2.3.1 Do final do século XIX até 1914	20
1.2.3.2 O período entre guerras	21
1.2.3.3 De 1944 à 1973 – o sistema de <i>Bretton Woods</i>	22
1.2.3.4 Do colapso de <i>Bretton Woods</i> até os dias atuais.....	26
1.3 O Conceito de Taxa de Câmbio Nominal, Taxa de Câmbio Real e Taxa de Câmbio Efetiva	29
1.3.1 Taxa de Câmbio Nominal.....	29
1.3.2 Taxa de Câmbio Real	29
1.3.3 Taxa de Câmbio Efetiva	30
1.4 Lei do Preço Único e Paridade Poder de Compra – Um Modelo para o Câmbio no Longo Prazo	31
1.5 Determinantes da Taxa de Câmbio no Curto Prazo	35
1.5.1 O Enfoque Monetário	37
1.5.2 O Modelo de Ultrapassagem	39
1.5.3 O Modelo de <i>Portfólio</i>	45
2 TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL – 1994 À 2001	50
2.1 O Plano Real.....	50
2.2 Política Cambial no Período	52
2.2.1 Primeira Fase: julho de 1994 à março de 1995 – O Câmbio Livre.....	52
2.2.2 Segunda Fase: março de 1995 à janeiro de 1999 - Câmbio Fixo com Sistema de Bandas	60
2.2.3 Terceira Fase: de Janeiro de 1999 à Dezembro de 2001 – de Volta ao Câmbio Livre.....	67
2.3 O Cálculo da Taxa de Câmbio Real e Efetiva	75
2.3.1 Metodologia	75
2.3.1.1 Métodos de análise	75
2.3.1.2 Fonte de dados e variáveis	76

2.3.2	Calculando a Taxa de Câmbio Real.....	77
2.3.3	Calculando a Taxa de Câmbio Real Efetiva	81
2.4	Políticas Econômicas e a Taxa de Câmbio.....	83
2.4.1	Política Fiscal e Taxa de câmbio.....	86
2.4.1.1	Conceitos sobre a política fiscal.....	86
2.4.1.2	Efeitos da política fiscal sobre a taxa de câmbio.....	89
2.4.1.2.1	O caso da taxa cambial fixa	90
2.4.1.2.2	O Caso da taxa cambial flutuante	90
2.4.2	Política Monetária e Taxa de câmbio	92
2.4.2.1	Conceitos sobre a política monetária	92
2.4.2.2	Efeitos da política monetária sobre a taxa de câmbio	96
2.4.2.2.1	O Caso da Taxa Cambial Fixa	96
2.4.2.2.2	O caso da taxa cambial flutuante	97
2.4.3	Política Comercial e Taxa de Câmbio	98
2.4.3.1	Conceitos sobre a política comercial.....	98
2.4.3.2	Efeitos da política comercial sobre a taxa de câmbio.....	99
2.4.3.2.1	O caso da taxa cambial fixa	99
2.4.3.2.2	O caso da taxa cambial flutuante	100
3	AS CRISES CAMBIAIS PELO MUNDO	102
3.1	A Crise Mexicana.....	102
3.1.1	As Causas.....	102
3.1.2	A Crise e Suas Conseqüências.....	106
3.1.3	Conclusões	109
3.2	A Crise Asiática.....	110
3.2.1	A Crise e Suas Conseqüências.....	111
3.2.1.1	A crise na Tailândia	112
3.2.1.2	A crise na Malásia	114
3.2.1.3	A crise na Indonésia.....	116
3.2.1.4	A crise na Coréia do Sul.....	117
3.2.2	Conclusões da Crise Asiática	120
3.3	A Crise Russa	121
3.3.1	Conclusões da Crise Russa.....	123
3.4	A Crise Argentina.....	124
	CONCLUSÃO.....	128
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	134

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Determinação da taxa de câmbio no curto prazo	36
<i>Figura 2 - Overshooting e Undershooting: um exemplo</i>	<i>43</i>
Figura 3 - Trajetória no tempo das variáveis econômicas após choque monetário permanente e não-previsto	44
Figura 4 - Evolução das reservas internacionais brasileiras.....	54
Figura 5 - Exportações x importações- valores médios mensais.....	55
Figura 6 - Dívida líquida do setor público consolidado (% PIB) - Total.....	58
Figura 7 - Cotação diária do dólar – Jul/94 – mar/95	59
Figura 8 - Taxa de crescimento do PIB- Trimestral.....	60
Figura 9 - Taxa de desemprego – Jan/1991 à dez/1993.....	61
Figura 10 - Taxa de desemprego – Jan/1994 à Jan/2001	61
Figura 11 - Exportações x importações - por semestre (US\$). Média mensal	62
Figura 12 - Reservas internacionais (US\$ milhões)	65
Figura 13 - Evolução da taxa de câmbio	66
Figura 14 - Cotação do dólar comercial – 04/01/99 à 28/12/01	70
Figura 15 - Exportação x importações – US\$ milhões por trimestre – 1999 à 2001..	71
Figura 16 - Déficit em transações correntes por trimestre – US\$ milhões – 1999 à 2001.....	71
Figura 17 - Evolução da taxa selic – mar/99 à dez/01	72
Figura 18 - Endividamento do setor público (% do PIB) – jan/91 à dez/94	74
Figura 19 - Relação dívida/PIB (%) – jan/95 à dez/01	75
Figura 20 - Taxa de câmbio real – julho/1994 à dez/2001	78
Figura 21 - Déficit comercial – US\$ milhões	79
Figura 22 - Convergência das variações anuais dos índices de preços – IPA x IPC	80
Figura 23 - Taxa de câmbio efetiva real.....	82
Figura 24 - Taxa de câmbio real x taxa de câmbio efetiva real.....	83
Figura 25 - A determinação da curva LM horizontal pelo nível de renda e taxa de juros.....	85
Figura 26 - Condição de Equilíbrio IS-LM com juros constantes	86
Figura 27 - Política fiscal expansionista com câmbio fixo	90
Figura 28 - Política fiscal expansionista com câmbio flutuante	91
Figura 29 - Política monetária expansionista com câmbio fixo	97

Figura 30 - Política monetária expansionista com câmbio flutuante	98
Figura 31 - Política comercial restritiva com câmbio fixo	99
Figura 32 - Política comercial restritiva com câmbio flutuante	100
Figura 33 - Investimento e consumo - % PIB – período 1988 à 1994	104
Figura 34 - Saldo conta corrente e conta capital – US\$ milhões	105
Figura 35 - Reservas internacionais – US\$ milhões.....	106
Figura 36 - Taxa de câmbio – jan/94 à dez/96	107
Figura 37 - Crescimento econômico e desemprego - %.....	108
Figura 38 - Taxa de juros e relação dívida/PIB - %	108
Figura 39 - Formação bruta de capital fixo - % do PIB	110

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Inflação Anual no Brasil na Década de 1990 Medido pelo IGP-FGV	50
Tabela 2 - Relação IED x Transações Correntes	56
Tabela 3 - Taxa de Juros <i>Selic Over</i>	56
Tabela 4 - Relação Saldo Transações Correntes / PIB	63
Tabela 5 - Relação entre Poupança e Renda Disponível Bruta	64
Tabela 6 - Resultado da Política de Metas de Inflação 1999-2001 – IPCA	69
Tabela 7 - Variação Anual da Taxa de Câmbio, IPC e IPA	80
Tabela 8 - Saldo das Tansações Correntes e Conta Capital – 1993- 1998.....	112
Tabela 9 - Transações Correntes Versus IED	114
Tabela 10 - Saldo da Tansações Correntes e Balanço de Capitais	122
Tabela 11 - Saldo das Transações Correntes Versus IED.....	125

RESUMO

O mundo atravessa uma fase de incertezas sobre o câmbio. O objetivo deste trabalho é apresentar uma revisão bibliográfica sobre o assunto, trazendo os modelos que tentam elucidar como se forma a taxa de câmbio no curto e longo prazo. Serão tratados os motivos que levaram o Brasil a abandonar a política de bandas cambiais em 1999 e quais as medidas tomadas pelas autoridades econômicas, bem como o impacto destas sobre a economia. Ao longo dessa análise será calculada a taxa de câmbio real e real efetiva mensalmente com data base julho de 1994, permitindo visualizar as fases de apreciação e depreciação do câmbio. Encerrando o capítulo uma revisão teórica do impacto das políticas monetária e fiscal sobre o câmbio à luz dos diferentes regimes cambiais existentes. Finalmente, uma revisão dos fatos que levaram às crises cambiais no México, Tailândia, Malásia, Indonésia, Coréia do Sul, Rússia e Argentina, analisando os principais indicadores macroeconômicos destas economias tentando encontrar elementos comuns que permitam entender os motivos das crises.

ABSTRACT

The world crosses a phase of uncertainties about the market. The objective of this work is to present a bibliographical revision on the subject, bringing the models that try to elucidate how the change rate is formed in short and long period. The reasons that took Brazil to abandon the politics of change bands in 1999 and which are the measures taken by the economical authorities, as well as the impact of these upon the economy will be treated. Throughout this analysis, it will be calculated the real and effective real change rate monthly, with date base of July, 1994, allowing to visualize the appreciation phases and depreciation of the change. To close the chapter, it will be made a theoretical revision of the impact of the monetary and fiscal politics upon the change to the light of the different existent change regimes. Finally, a revision of the facts that took to the change crises in Mexico, Thailand, Malaysia, Indonesia, South Korea, Russia and Argentina, analyzing the main macro economics indicators of these economies, trying to find common elements that allow to understand the reasons of the crises.

INTRODUÇÃO

Um dos principais preços da economia, a taxa de câmbio, tem apresentado oscilações erráticas em economias do porte do México, Coréia do Sul, Malásia, Indonésia, Tailândia, Rússia, Brasil, Argentina, apenas para ficar em exemplos mais notórios. Vários economistas vêm tentando elucidar o que está acontecendo com esta importante variável econômica, cuja influência no âmbito macroeconômico das nações têm-se intensificado a partir do processo de integração econômica global.

Na esteira do processo de globalização, uma onda de desregulamentação financeira, que havia iniciado nos países industrializados no começo dos anos 1970, atingiu também várias economias em desenvolvimento no início da década de 1990. Nesse processo, o movimento de capitais para as economias em desenvolvimento, outrora sujeito a restrições, a partir da liberalização deste intensificou-se. Algumas economias passaram a adotar a âncora cambial para estabilizar a moeda, outras a utilizar o câmbio fixo como forma de transmitir confiança aos agentes externos. A maioria sofreu ataques especulativos e obrigou-se de abandonar o sistema.

A teoria econômica contemporânea não contempla todos os aspectos que afetam a taxa de câmbio. Nesse contexto, este trabalho propõe-se a contribuir para o esclarecimento do assunto. Diante das inúmeras crises cambiais que diversos países têm experimentado desde a derrocada do sistema de *Bretton Woods*, deve-se questionar até que ponto a autoridade monetária desses países possui instrumentos que lhe permitam administrar ou controlar o valor da taxa de câmbio.

Este estudo se concentrará no caso brasileiro, porém abrangerá casos de países que sofreram crises cambiais, tentando encontrar as causas que levaram estas nações, num curto espaço de tempo, a sofrerem desvalorizações tão significativas em suas moedas. Países com taxa de câmbio fixa estão mais propensos a sofrer crises cambiais que países com taxa de câmbio flutuante e nações com este sistema estão imunes a ataques especulativos que acabe por desvalorizar sua moeda significativamente? Neste trabalho, observa-se á o que o caso brasileiro pode contribuir para o conhecimento econômico, no que diz respeito às causas que levam ao colapso do sistema cambial.

Este foi o fator motivacional central que induziu ao estudo desde assunto. A necessidade de revisão e/ou aprofundamento da teoria econômica a respeito da determinação da taxa de câmbio, passando pela discussão do sistema monetário internacional e da eficácia dos instrumentos de política econômica que possuem os gestores econômicos, com certeza, farão parte da agenda de muitos economistas ao longo dos próximos anos, contexto ao qual pretende-se inserir este estudo.

A relevância da taxa de câmbio sempre foi reconhecida dentro da teoria econômica e foi objeto de estudo desde os tempos em que a economia ainda era uma ciência incipiente. Na atual conjuntura econômica mundial, a importância do câmbio ganha contornos ainda mais relevantes, pois o grau de integração econômica faz com que a crise cambial de um país extravase para outros com características semelhantes ou mercados concorrentes, diferentemente das crises cambiais ocorridas ao longo do século XX, cujos efeitos eram mais localizados.

O contágio das crises cambiais e seus mecanismos de transmissão é algo relativamente novo no campo econômico, e uma vez que crises cambiais têm levado economias à bancarrota, torna-se necessário que a teoria econômica providencie à sociedade, meios de evitar ou prevenir que estas crises, de efeitos potencialmente devastadores, destruam a realização de anos de crescimento e desenvolvimento, como aconteceu com as economias do leste e sudeste asiático. O sistema econômico mundial não pode viver com essa instabilidade.

O problema central que este trabalho se propõe a abordar é uma revisão bibliográfica da literatura econômica para verificar se as teorias existentes estão preparadas para compreender as incertezas advindas da volatilidade do câmbio e se os modelos de determinação do câmbio, sejam de longo ou de curto prazo, possuem validade diante do novo cenário que se desenha. Por fim, foi realizada uma análise das últimas crises cambiais, objetivando verificar os ensinamentos que estas proporcionam a respeito do assunto e como os modelos de determinação do câmbio ajudam a entender os atuais eventos.

Assim, este trabalho propõe-se a atingir os seguintes objetivos: fazer uma revisão bibliográfica a respeito das teorias e modelos que explicam o comportamento do câmbio; fazer um estudo detalhado da política cambial brasileira durante a vigência do Plano Real até 2001, analisando as causas que determinaram o fim do sistema de bandas cambiais e seu impacto sobre a economia; analisar as

economias que, a exemplo da brasileira, sofreram crises cambiais, identificando os motivos da crise, as medidas tomadas pelas autoridades econômicas e seu impacto sobre a economia.

Quanto à estrutura, o trabalho estará dividido em três capítulos.

O primeiro capítulo, de revisão bibliográfica, trata da taxa de câmbio e seus determinantes. Primeiramente, aborda-se o conceito da taxa de câmbio, taxa de câmbio nominal, real e real efetiva, assim como sua expressão matemática. Após, tem-se os regimes cambiais existentes e os ajustes exigidos pelos diferentes regimes, bem como uma abordagem sobre a evolução do sistema monetário internacional, desde os tempos do padrão ouro até o sistema atual, tendo o FMI e o Banco Mundial como principais gestores. Finalmente, têm-se os modelos de determinação do câmbio no longo prazo, com ênfase na teoria da paridade do poder de compra e nos modelos de curto prazo, abordando tanto o enfoque monetário quanto o modelo de ultrapassagem de *Dornbusch* e o modelo de *portfólio* de *Michael Mussa*.

O segundo capítulo trata da política cambial brasileira no período que abrange de 1994, ano do início do Plano Real, até dezembro de 2001. Este capítulo tratará dos problemas enfrentados pelo Plano Real, a lógica da âncora cambial e da “sobrevalorização consciente” da moeda brasileira, bem como o período de bandas cambiais adotado como resposta à crise mexicana. Enfocará as medidas adotadas pelas autoridades econômicas para enfrentar os sucessivos choques externos que atingiram a economia, iniciando no próprio México e passando pelo choque externo, provocado pelas crises asiática e russa. Os principais indicadores de desempenho macroeconômico serão analisados, desde o comportamento da taxa cambial até a relação dívida/PIB (este um dos principais problemas que se apresenta para a economia nacional atualmente), passando pelo crescimento do PIB, do desempenho do setor externo e do setor público. Por fim, o capítulo traz uma análise do impacto das políticas econômicas sobre o câmbio, abordando a política fiscal e monetária e seus efeitos sobre a taxa de câmbio, tanto sob o regime de câmbio fixo quanto sob o regime de câmbio flutuante.

O terceiro capítulo disserta sobre as crises cambiais experimentadas pelas economias emergentes desde o final de 1994. O primeiro país atingido foi o México e o estudo aborda as condições existentes na economia desde a estabilidade até o

momento do colapso, analisando as causas da *débâcle* cambial e suas conseqüências sobre a economia mexicana. Após, serão revistos os eventos que deflagraram a crise asiática, especialmente os casos da Tailândia (início da crise), Malásia (único país a impor controles sobre o câmbio), Indonésia (país mais populoso do sudeste asiático) e Coréia (maior economia dentre os chamados Tigres Asiáticos). A economia destes países será analisada levando-se em conta os principais indicadores macroeconômicos, abordando, também, a fragilidade do sistema bancário desses países e a vulnerabilidade externa causada pelo afrouxamento dos controles sobre o sistema bancário e a liberalização dos movimentos de capitais na década de 1990. Também serão abordadas as medidas adotadas pelas autoridades para contornar a crise e os impactos desta sobre o desempenho econômico dessas economias. Finalmente, serão abordadas as causas das moratórias russa e argentina e suas conseqüências econômicas.

Por fim, a conclusão fará um apanhado geral de tudo o que foi apresentado, apresentando a literatura econômica sobre o assunto e as lições que recentes colapsos cambiais trazem ao espectro de conhecimento atualmente existente dentro da teoria econômica.

1 TAXA DE CÂMBIO E SEUS DETERMINANTES

1.1 CONCEITO

A maioria dos autores praticamente define taxa de câmbio como sendo o preço de uma moeda em relação à outra. Alguns a definem como sendo “o número de unidades de moeda nacional necessário para comprar uma unidade de moeda estrangeira”, sendo que esta permite que preços expressos em moedas nacionais diferentes sejam expressos numa mesma unidade de conta.

A taxa de câmbio é determinada no mercado de câmbio¹, um mercado onde bancos do mundo inteiro compram e vendem divisas para seus clientes, sendo este dividido em mercado à vista ou a termo. No mercado à vista, as divisas são trocadas no ato, ao preço determinado, enquanto no mercado a termo o preço é fixado para entrega futura. Os principais compradores de divisas no mercado a termo objetivam evitar riscos de variação na taxa de câmbio. É nesse mercado que agem os especuladores, cujo objetivo fundamental é obter lucro com a operação cambial mediante determinado risco.

1.2 REGIMES CAMBIAIS

Os formuladores de política econômica devem escolher o regime cambial adequado para a realização dos objetivos de suas políticas. Esses regimes podem ser fixos ou flutuantes e dependem das condições macroeconômicas dos países que os adotam.

¹ O mercado de câmbio conta com os seguintes participantes: bancos comerciais, empresas que participam do comércio internacional, instituições financeiras não bancárias (empresas administradoras de ativos e companhias de seguros) e, por fim, os bancos centrais (os indivíduos também podem participar, mas detêm fração insignificante deste mercado).

1.2.1 Regime Cambial Flutuante

Num regime cambial de taxas flexíveis ou flutuantes, os bancos centrais permitem que a taxa de câmbio ajuste-se de forma a equacionar a oferta e a demanda por moeda estrangeira através das forças de mercado.

Sobre estes ajustes de mercado, Sachs (1998, p. 328) relata:

“Todas as flutuações na demanda e na oferta de moeda estrangeira acomodam-se por meio de alterações de preços da moeda estrangeira em relação à moeda nacional. O Banco Central define a oferta monetária sem se comprometer com a taxa cambial específica e depois permite que ela flutue em resposta aos distúrbios econômicos.”

Dentro do sistema de taxas de câmbio flexíveis pode-se ter dois tipos de flutuações: livres ou limpas e dirigidas ou sujas.

Quando a autoridade monetária se omite completamente e não intervém de modo algum no mercado cambial, permitindo que as taxas de câmbio sejam determinadas livremente pelo mercado de divisas, têm-se a chamada flutuação livre ou limpa. Nesse caso, as transações com reservas oficiais são iguais à zero. Isso significa que saldo do balanço de pagamentos também seria zero, pois as taxas de câmbio ajustariam-se de forma que a soma das contas correntes e de capital fossem iguais à zero. É pouco provável que exista uma flutuação realmente limpa, pois a maioria das políticas do governo afetam a taxa de câmbio, bem como o governo não aplica essas políticas sem saber seus efeitos na taxa de câmbio.

Por outro lado, o sistema tem se caracterizado por flutuações dirigidas ou sujas. Nessa modalidade, os bancos centrais tentam influenciar o valor da moeda realizando operações no mercado de câmbio de moeda estrangeira. As transações com reservas oficiais, portanto, não serão iguais à zero. Os bancos centrais realizam essas operações com o objetivo de estabilizar as flutuações no curto prazo. É nisso que esse sistema se diferencia da taxa de câmbio fixa, pois, nessa última, o governo intervém no mercado de forma a influenciar o valor da taxa de câmbio no longo prazo.

1.2.1.1 O ajuste no regime cambial flutuante

Os ajustes na taxa de câmbio, em geral, são ocasionados por alterações de oferta e demanda de domicílios, empresas e instituições financeiras que compram e vendem bens, serviços e ativos. Além disso, essas alterações refletem no comportamento destes (domicílio, empresas e instituições financeiras), modificando a demanda por bens cujos preços são expressos em moedas distintas. Uma valorização do real em relação ao dólar, tudo o mais mantido constante, tornará os preços dos produtos e serviços brasileiros mais caros em relação ao equivalente americano, reduzindo a demanda por produtos brasileiros. Essa valorização fará com que o Brasil passe a comprar mais e a vender menos para os Estados Unidos, aumentando a demanda por dólares e diminuindo a demanda pelo real.

1.2.2 Regime Cambial Fixo

No sistema de câmbio com taxa fixa, a autoridade monetária² estabelece o preço da moeda estrangeira, comprometendo-se a vender estas divisas ao nível de preços previamente estabelecidos. A taxa de câmbio fixa opera como qualquer outro sistema de sustentação de preços. O controlador dos preços (no caso específico do governo, a autoridade monetária) deve suprir o excesso de demanda e absorver o excesso de oferta. Uma variante do sistema de câmbio fixo é aquela em que a autoridade permite que a taxa cambial flutue dentro de limites máximos e mínimos previamente estabelecidos. Esse sistema, conhecido por bandas cambiais, exige que o governo intervenha sempre que a taxa de câmbio aproximar-se destes limites.

A idéia que justifica o sistema de câmbio fixo é a de evitar grandes oscilações na taxa de câmbio, o que geralmente termina por trazer incertezas aos agentes econômicos. Diversas nações em desenvolvimento utilizaram esse sistema cambial em seus programas de estabilização econômica, permitindo, assim, aos agentes econômicos ajustarem seus preços relativos em relação à uma moeda forte (geralmente o dólar americano), enquanto as autoridades monetárias garantiam a manutenção da taxa cambial, permitindo, assim, a estabilização de preços e o fim da

² A autoridade monetária referida geralmente é o Banco Central.

inflação crônica que afetava estes países. Essa política de estabilização é conhecida como âncora cambial, pois o sistema de preços é garantido pelo câmbio.

Um conceito importante tratando-se de taxas cambiais fixas refere-se à conversibilidade da moeda. Quando a população não consegue comprar ou vender moedas pelo preço fixado, diz-se que esta moeda é inconvertível. Caso haja muitas restrições sobre a compra de moeda estrangeira, esta também pode ser considerada inconvertível. O principal indicador de inconvertibilidade da moeda é o mercado negro. Caso taxa do câmbio negro for muito maior que a taxa oficial, significa que a autoridade monetária não está tornando disponível a moeda estrangeira em quantidade suficiente para mantê-la no preço previamente estipulado. Caso a moeda possa ser trocada sem muitas restrições, diz-se que essa moeda é convertível.

Geralmente, o sistema cambial fixo tende a ser unilateral, principalmente nas nações em desenvolvimento. Por unilateral entende-se que o Banco Central, que fixa o preço da moeda, responsabiliza-se pela taxa cambial sem a participação da autoridade monetária da moeda em que ela foi fixada.

O sistema cambial fixo também pode ser de responsabilidade compartilhada pelas nações envolvidas, como no caso da Comunidade Econômica Européia. Esse sistema denomina-se arranjo cambial cooperativo e é característico de economias médias e grandes.

1.2.3 Evolução do Sistema Monetário Internacional

O sistema monetário internacional tem sua evolução marcada por períodos distintos, cada qual com suas próprias características. O primeiro período compreende o final do século XIX³ até 1914; o segundo período abrange os anos entre guerras, de 1918 à 1939; o terceiro período vai desde o ano de 1944 até agosto de 1973, período de vigência do acordo de Bretton Woods e o último período compreende desde o colapso do sistema de Bretton Woods até os dias atuais.

³ Os autores divergem a respeito do início deste período. Sachs (2001) trata do período de 1870 à 1914. Já Salvatore faz referência ao período de 1880 à 1914, apenas para relacionar dois autores.

1.2.3.1 Do final do século XIX até 1914

Durante este período, esteve em vigência um arranjo monetário conhecido como padrão ouro. Neste regime, cada nação define o valor de sua moeda em relação ao ouro, comprometendo-se a comprar ou vender qualquer quantidade de ouro àquele preço. Assim, dado que o conteúdo de ouro por moeda é fixo, a taxa de câmbio também é fixa. Se o *Federal Reserve* e o Banco da Inglaterra fixarem o preço de suas moedas em termos de ouro, estarão, na verdade, fixando também a taxa de câmbio.

Tal como num regime cambial fixo, a oferta monetária é definida pela reservas da nação. No caso específico do padrão ouro, a oferta monetária é igual às reservas de ouro mantidas pela nação. Como as nações deste período pagavam suas importações em ouro, déficits na balanço de pagamentos significavam redução da oferta monetária e superávits significavam aumento da oferta de moeda. O padrão ouro possui um mecanismo de ajuste automático, denominado **mecanismo do fluxo preço-moeda**, que atua no sentido de corrigir desequilíbrios no balanço de pagamentos. A idéia deste mecanismo foi elaborada por David Hume, em 1752, e tentava demonstrar a inviabilidade da crença mercantilista de que uma nação poderia acumular ouro indefinidamente através de superávits comerciais.

Segundo esse mecanismo, quando a nação é superavitária (exportando mais que importando), o excesso de ouro (e, portanto, de oferta de moeda) provoca elevação dos níveis de preços internos, desestimulando as exportações até o nível de equilíbrio. De maneira análoga, quando esta nação é deficitária, a escassez de oferta monetária pressiona os preços para baixo, até o momento em que o balanço de pagamentos esteja em equilíbrio. Como os déficits devem ser acertados em ouro e as nações possuem quantidade limitada deste, os ajustes teriam de ser efetuados rapidamente, sob pena destas reservas se extinguirem.

Utilizando a teoria quantitativa da moeda, pode-se expressar formalmente este mecanismo da seguinte maneira:

$$MV = PQ \quad (01)$$

Onde M é a moeda de uma nação, V é a velocidade com que esta moeda circula pela economia, P é o nível de preços e Q é a quantidade física de produção

de uma economia. Considerando-se V e Q fixos (para os economistas clássicos V era uma variável institucional que dependia de vários fatores e permanecia constante e Q era fixa no nível do pleno emprego, cuja tendência era uma hipótese fundamental para esta escola), então têm-se que um aumento na oferta monetária apresentará impacto proporcional no nível de preços da economia.

Este mecanismo de ajuste automático baseia-se na mudança dos preços internos de uma economia e a velocidade deste ajuste dependeria de uma elevada elasticidade-preço das exportações e importações, para que estas reagissem prontamente às alterações internas nos níveis de preços.

Porém, os eventos históricos demonstraram que nem sempre este mecanismo de ajuste funcionou. Há várias razões para isso, mas a principal é que os superávits e/ou déficits no balanço de pagamentos foram corrigidos através do fluxo de capital internacional e não por meio da entrada e saída de ouro, como propunha o mecanismo, ou seja, nações superavitárias aumentariam a oferta de moeda, reduzindo a taxa de juros e provocando saída de capitais, eliminando, assim, o superávit.

Outra razão que parece haver contribuído para o não funcionamento deste ajuste foram às esterilizações realizadas pelas autoridades monetárias para neutralizar os efeitos da entrada ou saída de ouro das economias. Para que o processo do ajuste funcionasse, estas esterilizações não poderiam ser feitas e os efeitos dos superávits ou déficits no balanço de pagamentos deveriam ser sentidos em sua plenitude na economia.

1.2.3.2 O período entre guerras

O padrão ouro chegou ao fim com a I Guerra Mundial. Antes disso, a Inglaterra era uma espécie de “Banco Central Mundial”, para onde as nações deficitárias pediam empréstimos para corrigir seus déficits no balanço de pagamentos. Entre os anos de 1919 e 1924, as taxas de câmbio flutuaram drasticamente. Neste período, vários países da Europa Central e, em particular, a Alemanha sofreram hiperinflações, muito possivelmente devido aos esforços de reconstrução pós-guerra. Essa instabilidade fez com que algumas nações voltassem a adotar o padrão ouro, inclusive a Inglaterra, que o fez em 1925, fixando o valor da

libra em ouro ao preço anterior à guerra. Porém, durante esse período, a Inglaterra perdeu competitividade, principalmente em relação aos Estados Unidos e a fixação do valor da libra em patamares muito elevados fez com que o balanço de pagamentos inglês apresentasse sucessivos déficits no balanço de pagamentos, levando a economia inglesa à uma forte recessão, uma vez que o ajuste do setor externo exigia que os níveis de preços ingleses caíssem. Enquanto isso, a França fixava o valor de sua moeda em níveis claramente depreciados, passando a obter superávits sucessivos. Com isso e aliado à exigência da França de que suas exportações fossem pagas em ouro, acabaram por drenar as poucas reservas de ouro que a Inglaterra possuía.

Essa conjuntura forçou a Inglaterra a abandonar novamente o padrão ouro em setembro de 1931. Os Estados Unidos desvalorizaram o dólar entre os anos de 1933 e 1934 na tentativa de amenizar os problemas causados pela crise de 1929. Durante esses anos, a maioria dos países abandonou o padrão ouro. As últimas grandes economias a abandonarem o regime de padrão ouro foram a Itália e a França, que o fizeram em 1936, desvalorizando suas moedas e abandonando o esforço de defender suas taxas de câmbio através de políticas deflacionárias (para não perder ouro).

1.2.3.3 De 1944 à 1973 – o sistema de *Bretton Woods*

O período entre guerras representou um momento importante para o fornecimento de evidências que permitissem comparar os resultados obtidos por taxas de câmbio flutuantes em contraposição ao sistema de taxas de câmbio fixas. A grande instabilidade financeira e de nível de preços, o desemprego e a desintegração econômica de muitos países, dentre os quais a Alemanha, resultou no surgimento de regimes nacionalistas que restringiram o movimento de capitais e de comércio internacional, com o objetivo de revitalizar a economia interna e preservar as moedas nacionais. Durante a guerra, as questões referentes a taxas de câmbio foram colocadas em segundo plano, dado que o movimento internacional de bens e capital estava paralisado devido à guerra e, ao fim desta, o sistema monetário internacional estava em ruínas.

Com o fim da 2ª Guerra aproximando-se, representantes dos Estados Unidos e Inglaterra começaram a esboçar um novo sistema monetário internacional que evitasse os erros cometidos no período entre guerras. Em julho de 1944, representantes de 44 nações reuniram-se em *Bretton Woods* para decidir sobre o modelo monetário internacional a ser utilizado após a 2ª Guerra. Foram apresentados dois planos, um pela delegação inglesa chefiada por *Jonh Maynard Keynes* e outro plano apresentado pela delegação americana, chefiada pelo Secretário de Tesouro Harry D. White. No final deste encontro, o novo sistema refletia o plano apresentado pela delegação americana.

Segundo o acordo, as nações deveriam fixar suas moedas em termos de dólares, ao mesmo tempo em que os Estados Unidos comprometiam-se em converter qualquer quantidade de dólares em ouro ao preço de US\$ 35,00 por *onça troy*, o mesmo preço praticado em 1934, quando os Estados Unidos desvalorizaram o dólar. Estabelecia-se, assim, um sistema de câmbio que geralmente é chamado de padrão câmbio-ouro. As taxas de câmbio poderiam flutuar dentro de bandas bastante estreitas de 1% para cima ou para baixo, a partir da paridade estabelecida.

O acordo também criou duas novas instituições: o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Ao FMI caberia a função de guardião do sistema de câmbio fixo e de financiador de última instância. Caso as nações deficitárias não conseguissem pagar seus compromissos com a utilização das suas próprias reservas internacionais, então o Fundo emprestaria recursos mediante o cumprimento de determinadas exigências para a correção dos desequilíbrios⁴. Estes empréstimos deveriam ser pagos num período de três a cinco anos para evitar que os recursos do FMI ficassem retidos em empréstimos de longo prazo. O FMI também deveria coletar e publicar os dados sobre as principais variáveis macroeconômicas de seus países membros, dentre os quais dados sobre balanço de pagamentos e comércio internacional. Ao Banco Mundial caberia a função de investidor de longo prazo. Suas principais metas eram o auxílio a reconstrução das

⁴ Os empréstimos do FMI eram concedidos mediante regras pré-estabelecidas. Cada país membro contribuía com uma cota ao fundo e esta determinava o valor que o país poderia tomar de empréstimo. Caso esse limite fosse ultrapassado, o Fundo emprestaria recursos somente com a condição de supervisão das políticas macroeconômicas dos devedores.

nações arrasadas pela guerra e ajuda aos países em desenvolvimento a desenvolver e modernizar suas economias.

Mesmo com o sistema em funcionamento, as nações européias e o Japão passaram a enfrentar grandes déficits em seus balanços de pagamentos, principalmente devido ao esforço de reconstrução do pós-guerra e à destruição de grande parte do parque industrial destas nações. Ao mesmo tempo, os Estados Unidos apresentavam superávits em relação à estas nações, o que levou a economia mundial a uma situação de escassez de dólares. Aliado à estes fatos, o crescimento da influência da União Soviética na Europa Oriental e os crescentes gastos com rearmamento, por parte das nações da Europa Ocidental, obrigaram os Estados Unidos a elaborar um plano de ajuda às nações da Europa, no valor estimado de US\$ 22,4 bilhões, que viria a ser conhecido como Plano Marshall.

Com a reconstrução européia praticamente concluída no início da década de 1950, os Estados Unidos passaram da situação de superávit no balanço de pagamento para uma situação deficitária. De início, estes déficits foram reduzidos e eram vistos como benéficos pela maioria dos países, pois resolvia o problema da escassez de dólares, ao mesmo tempo em que fornecia, à comunidade internacional, a liquidez necessária para o crescimento do comércio internacional. As nações superavitárias passaram a manter dólares em suas reservas, situação não prevista pelo acordo de *Bretton Woods*, pois esperava-se que estas nações trocassem seus dólares por ouro.

Até 1957, os déficits americanos ficaram em torno de US\$ 1 bilhão ao ano. A partir de 1958, estes déficits aumentaram vertiginosamente, atingindo, no período 1958-1962, o valor médio de US\$ 3,3 bilhões por ano e, no período 1963-1966, de US\$ 2,5 bilhões por ano. A origem destes déficits deve ser creditada ao grande volume de investimentos diretos feitos por empresas americanas na Europa e à criação excessiva de moeda durante o período da Guerra do Vietnã.

Como resultado dos crescentes déficits americanos, as reservas internacionais de dólares aumentaram muito em relação à quantidade de ouro mantida pelos Estados Unidos. O sistema estava defrontando-se com o “dilema de *Triffin*” e os agentes econômicos começaram a duvidar da capacidade americana de vender ouro ao preço definido por *Bretton Woods* e, no final de 1967, o dólar sofreu uma violenta onda especulativa, com a iniciativa privada comprando ouro. Os governos

vendiam ouro para evitar que seu preço aumentasse, porém, esta venda foi suspensa em março de 1968, com a decisão destes governos⁵ em não vender mais ouro aos mercados privados.

Assim, passou a haver dois mercados de ouro, um livre e determinado pela oferta e demanda, onde os agentes privados compravam ouro e outro composto pelos governos, que ainda vendiam ouro a US\$ 35,00 a onça. Neste período, tentando achar uma alternativa para resolver os problemas oriundos do “dilema de *Triffin*”, o FMI criou em 1967, um ativo de reserva não lastreada denominada Direitos Especiais de Saques (DES) e que tinham por objetivo complementar as reservas internacionais de ouro, câmbio a posição de reserva dos países membros do FMI. Essa alteração constituiu-se na mais importante mudança efetuada em relação ao acordo original, desde a criação do sistema até 1971.

Porém, os déficits americanos continuaram e, em 1970, o volume de reservas em dólares no exterior ultrapassou o limite imposto pelo acordo em relação ao volume das reservas americanas de ouro⁶. A partir de então, tornou-se evidente a necessidade de um realinhamento das paridades. Os Estados Unidos tentaram, sem sucesso, convencer as nações superavitárias, principalmente Japão e Alemanha Ocidental, a valorizarem suas moedas. Ficou claro para os mercados que a desvalorização do dólar era uma questão de tempo, promovendo movimentos fortes de capitais desestabilizadores em direção às moedas dos países superavitários. Essa corrida em direção às moedas mais fortes que o dólar, apenas ocorreu em razão da integração dos mercados de capitais internacionais, através dos mercados de euromoedas⁷.

Em agosto de 1971, em virtude dos persistentes déficits do balanço de pagamentos (em abril de 1971 a balança comercial americana apresentou o primeiro déficit comercial no século XX) e, principalmente, em razão das altas taxas de desemprego, do baixo nível de produção da economia e da insistência, por parte das

⁵ Os governos a que refere-se o texto são, principalmente: Estados Unidos, Grã-Bretanha, Itália, Suíça, Bélgica, Alemanha e Holanda, que formavam o chamado “pool do ouro”, criado em 1961 com o objetivo de vender reservas oficiais de ouro em Londres para não permitir que o preço ultrapassasse US\$ 35 a onça .

⁶ O acordo dizia que os Estados Unidos deveriam manter o equivalente em ouro a 25% das reservas internacionais em dólares.

⁷ O mercado de euromoedas é composto por bancos comerciais que aceitam receber depósitos em qualquer moeda menos na moeda do país e também fazem empréstimos em moeda estrangeira.

nações superavitárias em revalorizarem suas moedas, o presidente Nixon anunciou, dentre outras medidas, que o dólar não era mais conversível em ouro a partir daquele momento. Assim, o dólar, que de fato não eram mais conversível em ouro, passou também oficialmente a não mais ser conversível em ouro, pondo fim ao sistema de taxas de câmbio fixas. Em dezembro de 1971, dez nações firmaram o chamado Acordo Smithsonian, que objetivava a manutenção do sistema de câmbio fixo. Dentre outras medidas, ficou acordado que o valor do ouro passaria de US\$ 35 para US\$ 38 a onça, o que resultaria numa desvalorização do dólar da ordem de 9% . Combinado às valorizações do marco alemão e do iene japonês (17% e 14% respectivamente) e de outras nações superavitárias esperava-se que o novo sistema pudesse resistir a novas pressões especulativas.

Contudo, em 1972, o balanço de pagamentos americano apresentou um déficit de US\$ 9 bilhões, evidenciando a necessidade de novas desvalorizações do dólar. A partir de fevereiro de 1973, o dólar desvalorizou-se e, em março do mesmo ano, seu valor já era de US\$ 42,20 a onça. Após estes eventos, as autoridades monetárias das principais nações industrializadas permitiram que suas moedas flutuassem livremente, pondo fim ao sistema de *Bretton Woods*.

1.2.3.4 Do colapso de *Bretton Woods* até os dias atuais

Após o colapso do sistema de *Bretton Woods*, em março de 1973, a maioria das nações permitiu que sua moeda nacional flutuasse livremente em relação ao dólar. Na verdade, o novo sistema não era um sistema de câmbio flutuante totalmente livre, mas sim de flutuação administrada. As autoridades monetárias intervinham no sentido de evitar variações bruscas na taxa de câmbio, evitando, assim, o clima de incertezas na economia. Em 1974 ocorreu o primeiro choque do petróleo, uma reação dos países árabes ao apoio dos Estados Unidos à Israel na sua guerra contra o Egito. O primeiro resultado deste choque foi uma elevação dos níveis de preços dos países importadores de petróleo, bem como substanciais déficits em conta corrente. Para combater esses efeitos, as autoridades monetárias tomaram medidas econômicas restritivas e o resultado foi uma violenta recessão, que durou até 1975. Neste ano, os déficits em conta corrente dos países

industrializados desapareceram, embora estes déficits continuassem na maioria dos países em desenvolvimento⁸.

A rapidez com que a economia mundial se ajustou ao primeiro choque do petróleo fez aumentar a crença entre economistas e autoridades monetárias de que o sistema de câmbio flutuante era a melhor resposta às crises no balanço de pagamentos, pois cada país poderia implementar medidas de ordem fiscal e monetária que melhor lhes conviesse, no sentido de eliminar os desequilíbrios. Em 1976, os Acordos da Jamaica ratificaram o sistema de câmbio flutuante, permitindo que cada nação escolhesse o regime de câmbio, sob o compromisso de não utilizar a política cambial no sentido de tirar proveito no comércio internacional.

No período de 1976 à 1979, o dólar americano sofreu desvalorizações contínuas, resultado dos esforços dos EUA para reativar a economia. Em 1978, os preços do barril de petróleo iniciaram um período de alta contínua, em virtude da suspensão das exportações do Irã, às voltas com uma revolução. Entre 1978 e 1980, o preço do barril saltou de US\$ 13 por barril para US\$ 32, voltando a ocasionar déficits em conta corrente e elevação dos preços nos países importadores de petróleo. Esses efeitos foram menos severos que em relação ao primeiro choque, em virtude das ações mais enérgicas adotadas pelos formuladores da política econômica.

Porém, o efeito mais nefasto do segundo choque do petróleo foi a chamada “crise da dívida” dos países em desenvolvimento. A consequência da elevação das taxas de juros norte-americanas (para combater a inflação) e outras medidas restritivas que diminuíram o ritmo da economia da maioria dos países industrializados, o serviço da dívida dos países emergentes, quando medidos em termos de volume de exportações, havia aumentado muito (as nações endividadas pagavam juros mais elevados, porém suas exportações haviam caído drasticamente). O primeiro país a apresentar problemas com o pagamento de seus compromissos foi a Polônia, seguida depois por México, Brasil, Argentina e muitos outros.

⁸ Segundo Krugman (2001), as nações em desenvolvimento não adotaram medidas econômicas tão restritivas quanto as nações industrializadas, porém, seus déficits eram financiados através de empréstimos recebidos de fundos que os países da OPEP depositavam nos centros financeiros de países industrializados, oriundos dos superávits obtidos por estes, em virtude do aumento nos preços do petróleo.

Como consequência da “crise da dívida” e a subsequente interrupção dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimentos, estas nações enfrentaram, durante a década de 1980, um período de queda nas taxas de crescimento, do padrão de vida e elevação do desemprego, aliado a um processo hiperinflacionário que assolou essas economias durante anos. No final da década de 1980, alguns desses países passaram a utilizar a taxa de câmbio como uma âncora para seus preços internos, no sentido de acabar com a inflação. O sucesso da experiência mexicana no controle do processo inflacionário levou Peru, Argentina, Brasil e vários outros países a utilizarem o câmbio fixo para estabilizar seus preços. A denominada âncora cambial baseia-se na PPC e consiste na tentativa de importar os níveis de preços mundiais para sua economia.

Enquanto isso, na Europa, acelerava-se a criação do sistema monetário europeu. As incertezas quanto à aprovação do tratado de *Maastricht*⁹ levou a uma nova crise cambial na Europa em 1992, levando a Itália e o Reino Unido a abandonarem o mecanismo das taxas de câmbio (ERM) e as demais nações a permitirem a flutuação da moeda dentro de uma banda de 15% para cima ou para baixo (anteriormente esta banda era de apenas 2,25%).

Em 1994, o México, reconhecido por um número muito grande de economistas e chefes de estado como um exemplo a ser seguido pelas demais nações em desenvolvimento, sofreu a ação de capitais desestabilizadores, sendo obrigado a permitir a flutuação do peso em relação ao dólar, numa série de eventos que serão tratados no quarto capítulo deste trabalho.

Em 1997, os países conhecidos como Tigres Asiáticos passaram a sofrer a ação de capitais desestabilizadores. Esse processo estendeu-se por vários países, dentre os quais pode-se destacar Rússia e Brasil, resultando no abandono, por parte destes, dos regimes cambiais pelos quais cada um havia optado, e a entrada da comunidade econômica mundial num novo período de incertezas no que se refere à taxa de câmbio.

⁹ Tratado elaborado na cidade holandesa de *Maastricht*, em 1991, e que estabeleceu a criação do Instituto Monetário Europeu como precursor do Banco Central Europeu (em 1997) e a união monetária da União Européia (em 1999).

1.3 O CONCEITO DE TAXA DE CÂMBIO NOMINAL, TAXA DE CÂMBIO REAL E TAXA DE CÂMBIO EFETIVA

Quando alguém faz referência à desvalorização da taxa de câmbio, geralmente está referindo-se à taxa de câmbio nominal. Mas isso não significa que houve uma desvalorização real. Portanto, os conceitos de taxa de câmbio nominal e taxa de câmbio real são importantes para que se possa entender os impactos da mudança de seu valor nas condições de competitividade dos países.

1.3.1 Taxa de Câmbio Nominal

Quando define-se taxa de câmbio, em geral utiliza-se o conceito de taxa de câmbio nominal para esta definição. Assim, taxa de câmbio nominal é a relação que expressa o preço de uma unidade de moeda nacional em relação à moeda estrangeira ou vice-versa. Assim, pode-se dizer que a taxa nominal de câmbio entre a moeda nacional e o Dólar é 2,40 por unidade de dólar ou US\$ 0,4167 por unidade de moeda nacional.

As taxas de câmbio entre as diversas moedas variam a todo instante. Essas variações são denominadas de apreciações nominais ou depreciações nominais¹⁰. A apreciação de uma moeda doméstica é o aumento do seu preço em relação à outra estrangeira e a depreciação, de maneira inversa, significa que o preço da moeda nacional em relação à estrangeira está caindo. Portanto, a apreciação de uma moeda significa diminuição na taxa de câmbio e a depreciação corresponde ao aumento desta taxa.

1.3.2 Taxa de Câmbio Real

A taxa de câmbio real é definida como a relação de preços entre o produto nacional e o produto estrangeiro, podendo ser obtida a partir da seguinte expressão:

$$\varnothing = \frac{EP^*}{P} \quad (1)$$

¹⁰ Conforme Blanchard (1999, p.195) os termos “valorizações” e “desvalorizações” são utilizados quando os países operam com taxas cambiais fixas. Quando o câmbio é flutuante, os termos utilizados são “apreciações” ou “depreciações”.

Onde:

\varnothing = Taxa de Câmbio Real

EP^* = Preço do Bem Estrangeiro expresso em Moeda Doméstica

P = Preço do Produto Nacional

Assim, EP^* expressa o preço do produto estrangeiro em moeda nacional e P o preço do produto nacional. Quando EP^* aumenta, diz-se que houve uma desvalorização real da moeda. Seguindo a equação acima, essa desvalorização também poderia ter acontecido caso houvesse um aumento no preço do bem no país estrangeiro ou uma redução dos preços no Brasil. Uma desvalorização da taxa de câmbio real significa que o produto nacional ficou relativamente mais barato que o estrangeiro, estimulando a demanda interna por produtos nacionais, tanto pelo aumento das exportações quanto pela diminuição das importações.

Observa-se que uma desvalorização da taxa de câmbio nominal não significa necessariamente, desvalorização da taxa de câmbio real. Pode haver uma desvalorização nominal da moeda nacional em 5% e um aumento dos preços nacionais em 10%. Nesse caso, mesmo com a desvalorização da taxa nominal, houve uma apreciação da taxa de câmbio real, tornando o produto nacional mais caro em relação ao produto estrangeiro.

1.3.3 Taxa de Câmbio Efetiva

Para um melhor entendimento do valor geral da moeda, utiliza-se um índice de taxas de câmbio, denominado taxa de câmbio efetiva, que se baseia em uma média ponderada de taxas de câmbio domésticas de diversos países. Em geral, para a ponderação desta taxa de câmbio utilizam-se os pesos relativos às moedas dos principais parceiros comerciais, levando-se em conta sua representatividade no comércio com o país doméstico. A equação para cálculo da taxa de câmbio efetiva é a mesma utilizada para o cálculo da taxa de câmbio real, com a diferença que, em lugar de preço do bem em moeda doméstica, levará em conta a taxa de câmbio desta cesta de moedas, composta pelos principais parceiros comerciais.

1.4 LEI DO PREÇO ÚNICO E PARIDADE PODER DE COMPRA – UM MODELO PARA O CÂMBIO NO LONGO PRAZO

Os conceitos de taxa de câmbio real e efetiva certamente referem-se ao comportamento da taxa de câmbio ao longo do tempo. Servem para determinar a taxa de câmbio nominal e seu comportamento no longo prazo. Porém, para determinar a natureza deste comportamento, torna-se necessário o subsídio de uma teoria amplamente difundida entre os economistas, denominada Paridade Poder de Compra (PPC¹¹).

A teoria da PPC parte, inicialmente, de uma proposição relacionada, porém distinta¹², conhecida como Lei do Preço Único, que estabelece que em mercados concorrentes em uma economia aberta, com custos de transações desprezíveis e onde não existam barreiras tarifárias, bens homogêneos vendidos em países diferentes devem ter o mesmo preço quando expressos na mesma moeda. Vários países emergentes basearam seus planos de estabilização econômica nesta lei, pois ela fornece uma ligação entre os preços domésticos dos bens e a taxa de câmbio. Formalmente, ela é descrita da seguinte maneira:

$$P_{Bra}^i = (E_{R\$/US\$})x(P_{US\$}^i) \quad (2)$$

A equação implica que o preço do bem i , no Brasil, é igual ao preço do mesmo bem i , vendido em qualquer parte do mundo.

De maneira análoga, a taxa de câmbio Real/Dólar pode ser expressa da seguinte maneira:

$$(E_{R\$/US\$}) = (P_{Bra}^i)/(P_{US\$}^i) \quad (3)$$

A equação demonstra que a taxa de câmbio deve expressar a relação de preços entre o bem doméstico e o mesmo bem em qualquer outro lugar do mundo.

¹¹ Em alguns livros encontra-se PPP, que é a abreviatura de *Purchasing Power Parity*.

¹² Conforme Krugman (2001) a diferença entre a PPC e a lei do preço único é de que a lei do preço único aplica-se somente a mercadorias individuais enquanto a PPC se aplica ao nível geral de preços, que é a composição dos preços de todas as mercadorias que entram na cesta de referência.

Interessante notar a semelhança entre as equações das taxas de câmbio real e efetiva e esta da lei do preço único.

Com base na lei do preço único foi elaborada a teoria da Paridade Poder de Compra, onde a taxa de câmbio entre as moedas de dois países é igual à relação de preços entre estes países. Existem duas versões desta teoria: a chamada versão absoluta da PPC e versão relativa da PPC.

A versão absoluta da PPC diz que a taxa de câmbio é igual aos níveis de preços relativos. Pode ser descrita de maneira formal como segue:

$$(E_{R\$/US\$}) = (P_{Bra}) / (P_{US\$}) \quad (4)$$

A versão relativa da PPC estabelece que a mudança percentual na taxa de câmbio entre duas moedas é igual à diferença entre as mudanças percentuais nos níveis de preços destas economias, mantendo a taxa de câmbio real constante. Mais formalmente, ela pode ser descrita como:

$$(E_{R\$/US\$,t} - E_{R\$/US\$,t-1}) / (E_{R\$/US\$,t-1}) = p_{Bra,t} - p_{Eua,t} \quad (5)$$

Se o nível de preços no Brasil aumenta 10% em um ano e o nível de preços nos Estados Unidos aumenta 5%, a desvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar terá de ser de 5% para manter o poder de compra relativo entre os dois países.

Krugman (2001, p. 409) relata que a PPC relativa é mais confiável na medida em que “[...] ela pode ser válida mesmo quando a PPC absoluta não o é. Uma vez que os fatores que causam desvios da PPC absoluta são mais ou menos estáveis no decorrer do tempo, as variações percentuais nos níveis de preços relativos podem ainda se aproximar das variações percentuais no câmbio”.

Existem muitas críticas sobre a validade geral da PPC, a maioria delas decorrentes das hipóteses na qual esta se baseia. Rocha (2000, p.19), em seu trabalho sobre vulnerabilidade externa e crises cambiais, descreve os motivos que fazem com que a PPC não seja válida em alguns casos.

“Se todos os bens e serviços produzidos na economia pudessem ser comercializados com o exterior, e também todos os bens domésticos fossem homogêneos em relação aos produtos produzidos no exterior, poderíamos admitir que os mecanismos de arbitragem de preços promovessem a estabilidade de preços sem nenhum custo, ou seja, imediatamente após o anúncio da adoção do regime de câmbio fixo. A concorrência entre bens e serviços determinaria um único preço nos diferentes países, sem a ocorrência da queda da taxa de câmbio real.”

Diversos estudos testaram a validade da PPC para a economia brasileira, dentre os quais pode-se destacar Marçal (1998), que testou a validade da PPC absoluta na economia brasileira entre o período de 1980 e 1994. O resultado deste trabalho foi à aceitação da hipótese da PPC, utilizando séries construídas a partir do Índice de Preço no Atacado (IPA) e o Índice de Preços ao Consumidor (IPC¹³).

Zini Jr & Cati (1993), testaram a hipótese de validade da PPC, em sua versão absoluta, para explicar a taxa de câmbio real no Brasil de 1855 a 1990. A conclusão do trabalho apontou numa rejeição da PPC para explicar alterações no câmbio real no longo prazo.

Silva et alii (2001), em um artigo técnico, também testou a validade da PPC para a economia brasileira e rejeitou a hipótese de sua validade. Não é objeto deste trabalho expor a metodologia utilizada por eles para chegar à esta conclusão. Este artigo também cita diversos outros trabalhos, tais como o de Vasconcelos et alii (1999), que analisaram dados mensais de janeiro de 1980 a junho de 1994 e testaram a validade da hipótese da PPC.

Kugler & Lenz (1993), analisaram a PPC com base no marco alemão e outras quinze moedas, utilizando dados mensais entre 1973 e 1990, rejeitando a hipótese da PPC.

Cheung & Lai (1993), valendo-se de dados mensais de 1974 a 1989 da França, Alemanha, Suíça e Canadá validou a hipótese da PPC no longo prazo.

Straus & Fleissig (2000), avaliaram a PPC em seis diferentes níveis de preços ao consumidor e taxas de câmbio trimestrais no período de janeiro de 1974 a março de 1996 entre 19 economias, tomando como base o dólar americano. Os resultados conseguidos validaram a hipótese da PPC.

¹³ Vale ressaltar que no caso das séries com IPC a hipótese ficou próxima da região de rejeição, o que parece ser plausível pois o IPC mede o nível de preços de bens domésticos, diferentemente do IPA que mede nível de preços de produtos comercializáveis.

Por fim, Taylor (2000) pesquisou um grupo de 20 países durante 100 anos, utilizando dados anuais, validando a PPC para explicar variações na taxa de câmbio no longo prazo.

Mesmo levando-se em conta as divergências dos economistas em relação à validade da PPC, muitos autores como Dornbusch (1982, p. 615) relatam: “a PPC é uma descrição plausível da tendência das taxas de câmbio, especialmente quando os diferenciais de inflação entre os países forem grandes.”

Continuando seu relato sobre a validade da PPC e enfatizando sua ineficiência para explicação para mudanças na taxa de câmbio quando as causas destas forem causadas por perturbações reais¹⁴, Dornbusch (1982, p. 616) continua:

“Como questão empírica, pois, o ponto de vista da PPC sobre as taxas de câmbio será válida quando, como acontece freqüentemente, as perturbações monetárias prevalecem. Assim, a PPC fornece uma explicação digna de nota para algumas alterações grandes das taxas de câmbio, particularmente quando há hiperinflação. Porém, nem todas essas alterações são causadas por perturbações monetárias, de forma que a PPC não pode explicar o comportamento de curto prazo das taxas de câmbio.”

Krugman (2001, p. 417) também descreve a importância da PPC:

“A PPC é uma chave para a construção de modelos da taxa de câmbio mais realistas do que a abordagem monetária. Com efeito, as falhas empíricas da PPC dão-nos indicações importantes sobre como modelos mais realistas poderiam ser construídos.”

Portanto, mesmo que a PPC não seja válida em alguns testes empíricos realizados por pesquisadores, pode-se, mesmo assim, utilizá-la na tentativa de mensuração da taxa de câmbio real e efetiva, bem como na interpretação que se dá ao resultado obtido.

¹⁴ Como exemplos destas perturbações reais Dornbusch cita diferenças tecnológicas entre países, deslocamentos de demanda por exportações e do PIB potencial. Outros autores também citam alterações nas produtividade dos países como exemplo de perturbações reais.

1.5 DETERMINANTES DA TAXA DE CÂMBIO NO CURTO PRAZO

A determinação da taxa de câmbio no longo prazo tem se mostrado importante desde que Friedman (1956) sugeriu que fossem adotadas taxas de câmbio flutuantes para resolver problemas no balanço de pagamento de algumas economias da época. A partir da década de 1970, várias economias (principalmente os países industrializados) passaram a adotar o regime flutuante, aumentando a volatilidade da taxas de câmbio.

Por razões de conhecimento geral, não existe a necessidade do estudo dos determinantes quando o câmbio está sob regime cambial fixo, uma vez que o governo determina a taxa de câmbio na economia. Portanto, quando se fala em determinante da taxa refere-se ao regime flutuante.

Desde a década de 1970, três abordagens diferentes foram apresentadas para a determinação da taxa de câmbio nominal: o Enfoque Monetário, elaborada por Michael Mussa e Jacob Frenkel; o Modelo de Ultrapassagem, elaborado por Rudiger Dornbusch e, por fim, o Modelo de *Portfólio*, desenvolvido por Penti Kouri e William Branson. Todas elas sugerem que a taxa de câmbio é determinada da mesma forma que o preço de um ativo, sendo esta o preço relativo de dois ativos, um nacional e outro estrangeiro.

Porém, antes de abordar estes três modelos, examinar-se-á uma parte fundamental da estrutura dos modelos de determinação da taxa de câmbio nominal, quais sejam a condição de paridade das taxas de juros internacionais.

Supondo que exista perfeita mobilidade de capital, qualquer investidor (tanto doméstico quanto estrangeiro) pode comprar ativos domésticos ou estrangeiros facilmente. Dada esta condição, o investidor irá investir no ativo que oferecer maior retorno. Caso o ativo A apresente retorno maior que o ativo B, os investidores aumentam a demanda pelo ativo A, desfazendo-se do ativo B. Porém, o detentor do ativo A não estará disposto a desfazer-se dele tão facilmente, solicitando, assim, um prêmio maior, sendo que este movimento perdurará até que as taxas de retornos sejam iguais. Matematicamente, a paridade descoberta da taxa de juros se dá pela equação:

$$i_t - i_t^* = \frac{S_{t+1}^e - S_t}{S_t} \quad (6)$$

A equação 6 demonstra que o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional é igual à taxa de desvalorização esperada da moeda. Caso as expectativas no valor da taxa de câmbio futura variem, mantendo as taxas de juros constantes, a taxa de câmbio à vista flutuará no sentido de manter a igualdade. Esta condição é conhecida como paridade descoberta de juros.

A figura 1 mostra como ocorre a determinação da taxa de equilíbrio, seguindo a condição de paridade da taxa de juros:

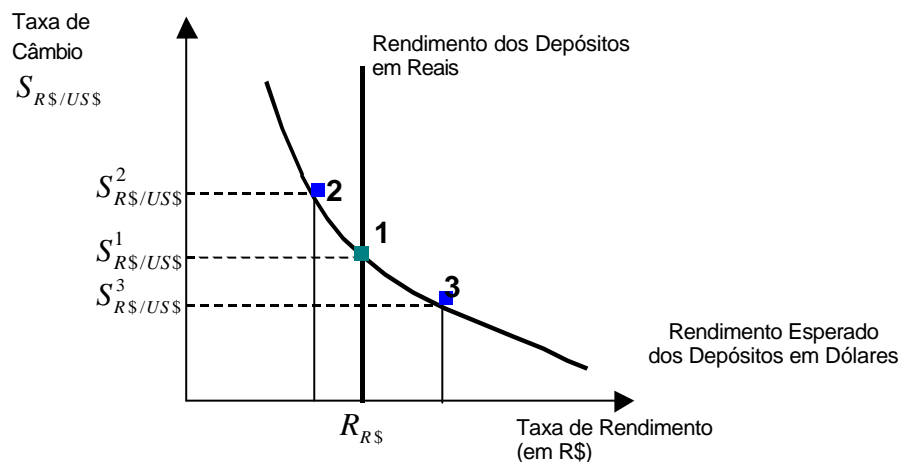


Figura 1 - Determinação da taxa de câmbio no curto prazo

Fonte: Salvatore (1998)

A figura mostra que, partindo da taxa de câmbio de equilíbrio (a intersecção da reta rendimento dos depósitos em reais e rendimento esperado dos depósitos em dólares), uma desvalorização da moeda nacional (de S_1 para S_2) causa uma queda no retorno esperado dos depósitos em dólares. Neste caso específico, os detentores de títulos em dólares venderão estes ativos para investir em R\$, aumentando a demanda pela moeda brasileira, valorizando-a até o ponto em que a taxa de retorno seja igual. Existem outras situações que poderiam ser abordadas, porém não teriam relevância para este trabalho, uma vez que a teoria da paridade de juros é amplamente conhecida e não necessita de maiores apresentações.

Uma versão alternativa da paridade de juros é conhecida como paridade coberta da taxa de juros. Neste caso, ao invés da taxa de câmbio à vista futura

esperada têm-se a taxa de câmbio à vista futura. Matematicamente, pode ser demonstrada da seguinte maneira:

$$i_t - i_t^* = df \quad (7)$$

Onde df é o desconto futuro antecipado. Esta condição estabelece que as taxas de rendimento sobre os depósitos em moeda nacional e os depósitos estrangeiros “cobertos” devem ser os mesmos. Diz-se que os depósitos estrangeiros estão “cobertos”, pois os agentes obtêm esta cobertura no mercado a termo. Por exemplo, caso um investidor americano resolva investir no Brasil US\$ 1.000.000 hoje, com a taxa de câmbio em R\$ 2,00, juros anuais de 20% e taxa de câmbio esperada de 2,10 no final de um ano, no fim deste período ele retiraria $((1.000.000 * 2) * 1,20) / 2,10 = \text{US\$ } 1.142.857$ ou 14,29% de rendimento. Ele poderá se precaver contra eventuais riscos de desvalorização excessiva do real, vendendo R\$ 2.400.000 no mercado a termo a uma taxa de câmbio que lhe permita realizar suas expectativas sobre os rendimentos e, ao mesmo tempo, lhe traga segurança de retorno. A arbitragem, neste caso, funciona da mesma forma que a paridade descoberta, ou seja, a moeda (ativo) com maior taxa de retorno terá sua demanda aumentada, valorando até o nível em que os retornos sejam iguais.

1.5.1 O Enfoque Monetário

O enfoque monetário diz que taxa de câmbio é determinada pela taxa nominal de dois estoques de moedas. As hipóteses básicas do modelo são as seguintes a existência de perfeita mobilidade de capital, os ativos de diferentes países são substitutos perfeitos em suas carteira de ativos, a demanda por moeda é estável, dependendo, pois, somente da renda e da taxa de juros, leva em conta a hipótese da paridade descoberta de juros e a PPC é válida (por conclusão, as hipóteses na qual a PPC baseia-se também fazem parte do modelo).

A riqueza nacional, dentro deste modelo, pode ser alocada em títulos de dívida nacional, títulos de dívida estrangeira e em moeda nacional. As seguintes relações são abordadas no modelo, com as letras do alfabeto grego representando o logaritmo do valor nominal da respectiva variável.

$S_t = P_t - P_t^*$ (8) é a equação da paridade do poder de compra.

$$m_t^d - p_t = \mathbf{a}_1 y_t - \mathbf{a}_2 i_t \quad \mathbf{a}_1, \mathbf{a}_2 > 0 \quad (9)$$

$$m_t^{d^*} - p_t^* = \mathbf{a}_1 y_t^* - \mathbf{a}_2 i_t^* \quad (10)$$

A equação 9 representa a demanda real por moeda. A demanda por moeda é uma função positiva da renda real e uma função negativa da taxa de juros. A equação 10 é a demanda por moeda na economia estrangeira.

A oferta de moeda, sob regime cambial flexível, é determinada exogenamente pelas autoridades monetárias, através da expansão do crédito interno. Os mercados monetários, tanto nacional quanto estrangeiro estão em equilíbrio, assim:

$$m_t^d = m_t^s = m_t \quad (11)$$

$$m_t^{d^*} = m_t^{s^*} = m_t^* \quad (12)$$

Substituindo (10) em (8) e (11) em (9), tem-se:

$$m_t - p_t = \mathbf{a}_1 y_t - \mathbf{a}_2 i_t \quad (13)$$

$$m_t^* - p_t^* = \mathbf{a}_1 y_t^* - \mathbf{a}_2 i_t^* \quad (14)$$

Subtraindo a equação 13 da equação 14 e rearranjando os termos, tem-se:

$$p_t - p_t^* = m_t - m_t^* - \mathbf{a}_1 (y - y^*)_t + \mathbf{a}_2 (i - i^*)_t \quad (15)$$

Por fim, substituindo a equação (15) na equação (8), tem-se a equação final da abordagem monetária.

$$S_t = m_t - m_t^* - \mathbf{a}_1 (y - y^*)_t + \mathbf{a}_2 (i - i^*)_t \quad (16)$$

A equação (16) mostra que, quando existe variação na oferta monetária ($m_t - m_t^*$), ocorre um aumento da taxa de câmbio S_t , ou seja, uma depreciação da moeda nacional. Um aumento da oferta da moeda leva a um aumento do nível de preços e, por conseguinte, da taxa de câmbio, devido à validade da PPC. Um aumento da renda levará a uma redução da taxa cambial, ou seja, uma apreciação da moeda nacional. Como existe a hipótese de demanda por moeda estável, o equilíbrio de mercado só pode ser reestabelecido com a redução do nível de preços e, novamente através da validade da PPC, a taxa de câmbio deverá acompanhar a queda. Por fim, quando a taxa de juros aumenta há uma redução da demanda monetária. Como a oferta monetária é constante, o nível de preços aumenta para restabelecer o equilíbrio monetário, aumentando também a taxa de câmbio. Assim, um aumento na taxa de juros provoca uma desvalorização da moeda nacional.

Observa-se a importância da PPC dentro da teoria, pois ela é o elo de ligação entre o mercado monetário e o mercado real que explica variações na taxa de câmbio e, sem que esta seja válida, o enfoque monetário também não tem validade. Por fim, é importante observar como a taxa de câmbio se ajusta a mercados de moeda equilibrados em cada país.

1.5.2 O Modelo de Ultrapassagem

O modelo de ultrapassagem também é conhecido com *overshooting* e foi desenvolvido por Dornbusch. A principal hipótese do modelo é a de que o mercado de ativos responde de maneira muito mais rápida a perturbações, diferentemente do mercado de bens que responde com lentidão devido à rigidez dos preços. Assim, no curto prazo, a taxa de câmbio ficará além da taxa de equilíbrio (*overshooting*) ou aquém desta (*undershooting*). Esta taxa de equilíbrio à que se refere o modelo é a taxa de equilíbrio de longo prazo, determinada pela PPC.

As hipóteses básicas do modelo são de preços rígidos, perfeita mobilidade de capital, condição de paridade descoberta da taxa de juros e expectativas racionais para explicar a depreciação esperada, a demanda por moeda é estável (como na abordagem monetária) e a PPC só tem validade no longo prazo. Dada essas hipóteses, o modelo pode ser descrito matematicamente da seguinte forma:

$$m_t - p_t = -ni_{t+1} + fy_t \quad a_1, a_2 > 0 \quad (17)$$

Essa equação é similar à equação (9) da abordagem monetária e diz que a demanda por moeda, em termos reais ($m_t - p_t$), é função positiva da renda (y) e negativa da taxa de juros (i) e as variáveis são medidas em logaritmos.

O modelo também pressupõe a paridade descoberta da taxa de juros. A equação (18) foi arranjada de forma a adaptar-se ao modelo, razão pela qual ela é um pouco diferente da equação (06), que também descreve a paridade de juros descoberta.

$$i_{t+1} = i^* + E_t(e_{t+1} - e_t) \quad (18)$$

Supondo um aumento permanente e não antecipado da oferta por moeda (m), como os preços são rígidos no curto prazo, então a demanda real por moeda ($m-p$) também aumentaria (para acompanhar o crescimento real da oferta por moeda e manter o equilíbrio no mercado monetário). Para manter o equilíbrio, ou fy_t aumenta ou $-ni_{t+1}$ diminui (pois é uma função inversa). Como no curto prazo a produção é fixa, o equilíbrio somente ocorrerá através da queda da taxa de juros (i). Porém, de acordo com a paridade descoberta de juros, isto só pode acontecer se, e somente se, houver uma apreciação esperada da taxa de câmbio futura. Mas, como fosse é possível se os agentes sabem que o choque de oferta de moeda necessita ser acompanhado por uma depreciação proporcional da taxa de câmbio?

Segundo o modelo de Dornbusch, isto seria possível se a depreciação da taxa de câmbio no momento do choque (no curto prazo) ser maior que a depreciação de longo prazo. Esta depreciação inicial excessiva “garantiria” a apreciação necessária para equilibrar o mercado de títulos e moeda. Assim, a taxa de câmbio necessita o *overshooting*. Este resultado só existe forçado pela rigidez dos preços domésticos (p). Caso esta condição não existisse, e , p e m moveriam-se proporcionalmente ao impacto e não haveria *overshooting*, ou seja, a moeda somente será neutra se as quantidades nominais, inclusive o nível de preços, forem totalmente flexíveis. Para os casos de *undershooting*, o raciocínio seria análogo, porém em sentido inverso.

A equação (19) descreve a demanda agregada.

$$y_t^d = \bar{y} + \mathbf{d}(e_t + p^* - p_t - \bar{q}) \quad \mathbf{d} > 0 \quad (19)$$

A variável p^* descreve o nível de preços internacionais e \bar{q} a taxa de câmbio real de equilíbrio que, por simplificação do modelo, é considerada fixa. Cabe ressaltar que, como os preços são rígidos no curto prazo, a demanda agregada y_t^d não encontra-se necessariamente em equilíbrio com o nível de renda de longo prazo, desviando-se temporariamente do nível de pleno emprego (\bar{y}). Assim, o aumento do nível de preços domésticos é proporcional à diferença entre a demanda agregada e o equilíbrio de pleno emprego. O mecanismo de ajustamento de preços apresentado na equação (20) foi proposta por Mussa (1982) e é melhor que a proposta originalmente por Dornbusch por tratar com um grau de sofisticação maior os processos de choques exógenos, ao mesmo tempo que simplifica a análise dos sistemas dinâmicos¹⁵.

$$\Delta P = \mathbf{Y}(y_t^d - \bar{y}) + e_{t+1} - e_t \quad (20)$$

Onde $\mathbf{Y} > 0$. O elemento chave da formulação de Mussa é que o ajustamento dos preços possui um elemento de antecipação dos movimentos futuros esperados da taxa de câmbio¹⁶. Observa-se, na equação (20), que os preços somente reagirão após um choque monetário não previsto.

Continuando a resolução do modelo, a seguir são apresentadas duas outras equações. A primeira define taxa de câmbio real como

$$q \equiv e + p^* - p \quad (21)$$

¹⁵ Rogoff (2001, p. 13) observa: *'In fact, for the kinds of shocks Dornbusch (1976) analyzed, the Mussa price adjustment equation is observationally equivalent; see Obstfeld and Rogoff (1984). Frankel (1979) offers an alternative way to extend the Dornbusch model to allow for money growth shocks, though again it turns out to be observationally equivalent to the Mussa model.*

¹⁶ Rogoff (2001, p. 14) acrescenta: *"In general, the final term in the Mussa price adjustment mechanism has the level of inflation that would be needed to clear the goods market if it were already in equilibrium. In the simple model I present here, that term of inflation just happens to equal the rate of exchange rate depreciation-see Obstfeld and Rogoff (1984) or (1996, Chapter 9) for the general case.*

Caso seja fixo o nível de preços externos ($p^* = 0$), então o ajustamento de preços pode ser escrito como:

$$\Delta q_{t+1} = q_{t+1} - q_t = -\mathbf{y}d(q_t - \bar{q}) \quad (21.1)$$

A equação descreve o ajustamento da taxa de câmbio real e encontra-se descrito em muitas literaturas sugeridas para calcular a velocidade que os desvios da PPC extinguem-se.

A segunda equação do sistema dinâmico é derivada da equação da demanda monetária e da paridade de juros descoberta, utilizando a definição da taxa de câmbio real q . Isto é dado por:

$$m_t - e_t + q_t = -\mathbf{h}(e_{t+1} - e_t) + \mathbf{f}d(q_t - \bar{q}) \quad (22)$$

Onde $\mathbf{f}d$ é a sensibilidade da demanda monetária por alterações na produção e \mathbf{h} é a sensibilidade da demanda monetária por alterações nas taxas de juros. Dada uma alteração não-prevista da oferta monetária, a taxa de câmbio apresentará *overshooting* ou *undershooting*, dependendo do resultado da variável $\mathbf{f}d$. Caso esta seja maior que um, então tem-se um *overshooting* e, caso esta seja menor que um, o resultado será um *undershooting*. A figura 2 apresenta este resultado.

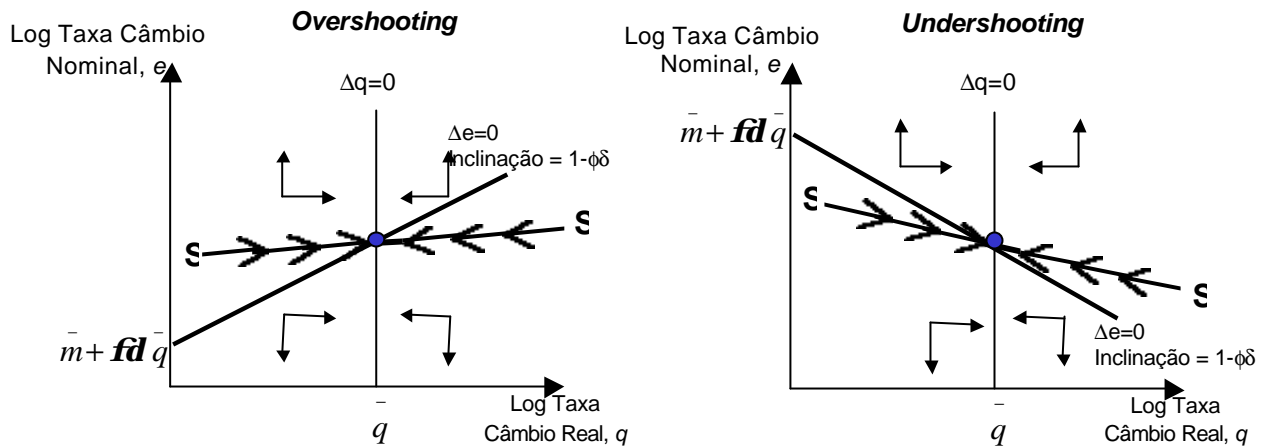


Figura 2 - *Overshooting e Undershooting*: um exemplo

Fonte: Dornbusch (1982)

A figura 2 mostra que, quando a inclinação da reta $\bar{m} + \mathbf{fd} \bar{q}$ é positiva, \mathbf{fd} será menor que um e haverá *overshooting* e, quando a inclinação da reta $\bar{m} + \mathbf{fd} \bar{q}$ é negativa, \mathbf{fd} será maior que um, havendo *undershooting*. Esta reta representa a taxa de câmbio esperada de longo prazo, dada pela PPC e a reta SS a taxa de câmbio à vista.

A figura 3 demonstra a seqüência de fatos que levam a taxa de câmbio a desviar-se, no curto prazo, de seu equilíbrio de longo prazo.

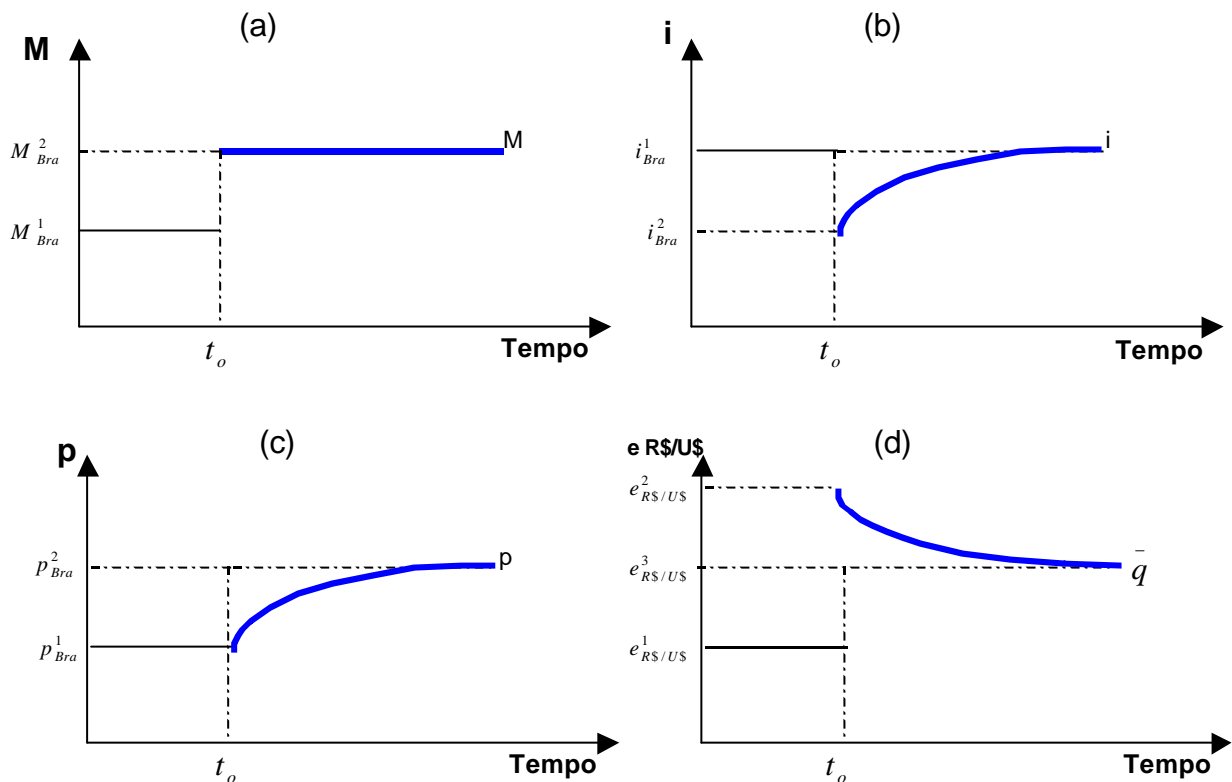


Figura 3 - Trajetória no tempo das variáveis econômicas após choque monetário permanente e não-previsto

Fonte: Rogoff (2001)

O painel (a) mostra o choque monetário, onde a oferta de moeda vai de m^1_{Bra} para m^2_{Bra} . Após esse evento, o painel (b) mostra que a taxa de juros cai imediatamente de i^1_{Bra} para i^2_{Bra} . O nível de preços, cujo comportamento é representado no painel (c), crescerá lentamente devido à rigidez de curto prazo. À medida que os preços forem ajustando-se ao choque monetário, a demanda real por moeda vai reduzindo-se e a taxa de juros lentamente retorna ao seu nível inicial. O painel (d) mostra o *overshooting* da taxa de câmbio de $e^1_{R\$/US\$}$ para $e^2_{R\$/US\$}$. Esse *overshooting*, que ultrapassa o equilíbrio de longo prazo (\bar{q}), é necessário para corresponder às expectativas dos agentes, que esperam por uma apreciação da taxa de câmbio ao longo do tempo como forma de satisfazer as igualdades expressas nas equações 17 e 18. A única maneira de o câmbio apreciar-se ao longo

do tempo, após um aumento da oferta monetária (que provoca desvalorização da taxa de câmbio), será se esta ultrapassar hoje a taxa de câmbio de equilíbrio de longo prazo. Por fim, nunca é demais repetir que este resultado só acontece porque os preços não conseguem ajustar-se imediatamente. Caso não houvesse rigidez no curto prazo, o nível de preços subiria imediatamente e não haveria aumento real da oferta monetária.

1.5.3 O Modelo de *Portfólio*

A abordagem do modelo de *portfólio* difere da abordagem monetária por admitir que os títulos nacionais e estrangeiros são substitutos imperfeitos, permitindo, assim, a diversificação do *portfólio* com títulos de vários países. Esta proposição parece mais realista que a abordagem monetária visto que, em geral, alguns fatores como liquidez e risco são levados em conta pelos investidores no momento de decidir por um investimento, e não apenas a taxa de juros, como sugere a abordagem monetária.

Pelo modelo de mercado de ativos simplificado, os indivíduos e as empresas mantêm sua riqueza em uma combinação de ativos que podem ser moeda doméstica (M), títulos nacionais (B) e títulos estrangeiros (eB^*), onde e é a taxa de câmbio e B^* é o título estrangeiro. Um sujeito avesso ao risco irá diversificar seu *portfólio* no sentido de minimizar o risco a que sua riqueza estará submetida (qualquer uma das três opções de *portfólio* traz consigo o risco de inadimplência ou de comportamento de seu valor ao longo do tempo). Matematicamente, a riqueza (W) pode ser descrita como:

$$W = M + B + eB^* \quad (23)$$

O título nacional e o título estrangeiro (b^*) propiciam rendimentos ao indivíduo, através da remuneração do capital pela taxa de juros, tanto nacional (i) quanto internacional (i^*). Assim, manter moeda acarreta um custo oportunidade ao indivíduo que é o rendimento não obtido pelo indivíduo. Ainda assim, os indivíduos desejam manter parte de sua riqueza em forma de moeda para poder efetuar pagamentos,

porém, quanto maior a taxa de juros, menor será a disposição deste indivíduo de manter moeda em sua combinação.

Os títulos estrangeiros trazem consigo o risco adicional de a moeda estrangeira em que fizeram seus investimentos apresentarem mudanças inesperadas na taxa de câmbio ou limitações que as nações estrangeiras poderiam impor sobre a transferência de divisas. Assim, a condição de paridade de juros descoberta deve incluir o prêmio de risco (PR) que os indivíduos exigirão por estarem sujeitos à este risco adicional. Assim, a paridade de juros descoberta ampliada é a seguinte:

$$i = i^* + EA - PR \quad (24)$$

Onde EA é a desvalorização esperada e PR é o prêmio de risco. Assim, o indivíduo distribuirá seu risco através do *portfólio* considerando fatores básicos como preferências, taxa de juros doméstica e estrangeira, inflação doméstica e externa, expectativa de valor futuro da taxa de câmbio, entre outros fatores. Qualquer alteração destes fatores básicos levarão o investidor a realocar sua riqueza entre as opções do *portfólio*. Por fim, vale ressaltar que alguns modelos trazem consigo a descrição do bloco real da economia, visto que esta altera tanto a demanda por moeda, quanto a taxa de juros e a taxa de câmbio. Este modelo, porém, não utiliza a renda na sua forma matemática, mas fica aqui a referência. As equações básicas do modelo são apresentadas a seguir:

$$M = a(i, i^*, EA, PR) W \quad (25)$$

$$B = b(i, i^*, EA, PR) W \quad (26)$$

$$B^* = c(i, i^*, EA, PR) W \quad (27)$$

Onde a , b e c representam a fração da riqueza alocada em cada uma das opções do *portfólio*, significando que $a + b + c = 1$. Observa-se, também, que M , B e B^* são proporções fixas da riqueza.

A equação (25) mostra que a demanda por moeda (M) é relação inversa da taxa de juros doméstica (i), da taxa de juros internacional (i^*) e da expectativa de apreciação da moeda. Todos os três casos aumentam o custo oportunidade do indivíduo em reter moeda. Um aumento do prêmio de risco aumentará a demanda por moeda, visto que os indivíduos se desfazem de seus ativos estrangeiros por sua aversão ao risco. Por fim, um aumento da riqueza desestimula a poupança, fazendo com que o indivíduo retenha mais moeda.

A equação (26) postula que a demanda por títulos nacionais apresenta relação direta com a taxa de juros doméstica e o prêmio de risco. Um aumento da taxa de juros doméstica (i) fará com que o indivíduo aumente a participação dos títulos domésticos em seu *portfólio* e, um aumento do prêmio de risco (PR), fará com que os agentes vendam seus títulos externos por sua aversão ao risco. Por sua vez, um aumento da taxa de juros internacional (i^*) ou da expectativa de apreciação da moeda estrangeira (EA) fará o indivíduo deslocar parte de sua riqueza para títulos externos. Por fim, um aumento da riqueza fará com que os agentes distribuam este aumento nas três opções de *portfólio*, aumentando assim a demanda por títulos domésticos.

A equação (27) demonstra que a demanda por títulos estrangeiros é relação inversa da taxa de juros doméstica (i) e do prêmio de risco (PR). Assim, quando qualquer destas variáveis aumenta, aumenta a demanda pelas outras opções do *portfólio* e diminui a demanda por títulos estrangeiros. No que se refere à taxa de juros internacional (i^*) e à expectativa de apreciação (EA), a relação é direta, pois um aumento destes aumenta a demanda por títulos estrangeiros pelo deslocamento das opções do indivíduo. Já um aumento na riqueza provoca um aumento da demanda por títulos estrangeiros, pois os agentes distribuem esse aumento nas opções de *portfólio*.

De acordo com a abordagem de *portfólio*, o equilíbrio em cada um dos mercados ocorre apenas quando a demanda de cada ativo financeiro iguala-se à sua oferta. Partindo do equilíbrio, utilizando a equação da paridade de juros descoberta com risco e resolvendo eB^* na equação (23), tem-se:

$$eB^* = W - M - B \quad (28)$$

$$eB^* = W - a(i, i^* + EA - PR)W - b(i, i^* + EA - PR)W \quad (29)$$

A equação (29) pode ser reescrita como:

$$eB^* = (1 - a - b)W = f(i, i^* + EA - PR)W \quad (30)$$

Assim,

$$e = f\left(\underset{-}{i}, \underset{+}{i^*} + \underset{+}{EA} - \underset{-}{PR}\right) \frac{\underset{+}{W}}{\underset{-}{B^*}} \quad (31)$$

A equação (31) postula que a taxa de câmbio (e) é positivamente relacionada com a taxa de juros internacional, com a apreciação esperada da moeda estrangeira (ou depreciação esperada da moeda nacional) e com a riqueza nacional. Na hipótese de um aumento da taxa de juros internacional (ou de valorização esperada da moeda estrangeira), os indivíduos trocarão a moeda nacional pela moeda estrangeira para adquirir maior quantidade de títulos estrangeiros, aumentando a taxa de câmbio. Já um aumento de riqueza fará com que o indivíduo distribua este aumento pelas opções do *portfólio*. Nesse processo, os indivíduos comprarão moeda estrangeira, aumentando a taxa de câmbio.

A taxa de juros doméstica (i) e o prêmio de risco (PR) e a oferta de títulos estrangeiros (B^*) são negativamente relacionados com a taxa de câmbio. Quando a taxa de juros doméstica aumenta (ou o prêmio de risco aumenta), os indivíduos venderão suas posições em moeda estrangeira para investirem em títulos nacionais. Esse processo de venda de moeda estrangeira fará com que a moeda nacional se aprecie, reduzindo a taxa de câmbio. Quando há um aumento da oferta de títulos estrangeiros, seu preço diminui, reduzindo a riqueza dos residentes domésticos. Quando isto ocorrer, os agentes reduzirão seus investimentos em todos os ativos do *portfólio*, inclusive em títulos estrangeiros. No processo de venda dos títulos estrangeiros a moeda estrangeira é trocada por moeda doméstica, apreciando a taxa de câmbio (diminuindo e).

Alguns autores incluem no modelo o mercado de bens. Assim, uma mudança exógena qualquer, um aumento na renda, por exemplo, aumentaria a demanda por moeda (M) pelo motivo transação, provocando uma redução em títulos nacionais (B) e títulos estrangeiros (eB^*). A redução de (eB^*) levará a uma apreciação da moeda nacional. Essas alterações, por sua vez, refletirão em todas as variáveis do modelo até que o equilíbrio seja restabelecido. Como exemplo pode-se citar o impacto do aumento da renda sobre a taxa de juros, já que a oferta de moeda é fixa. Estes ajustes podem perdurar por longo período de tempo, dependendo da velocidade de ajustamento ou mesmo da ocorrência de novas mudanças exógenas. De qualquer forma, a descrição destes efeitos seriam complexos e trariam pouca contribuição para explicar a dinâmica da taxa de câmbio no curto prazo, dada a pouca relevância do mercado de bens na determinação da taxa de câmbio no curto prazo, pois o volume de operações cambiais no mercado financeiro é muito maior que o volume das operações cambiais no mercado de bens.

2 TAXA DE CÂMBIO NO BRASIL – 1994 À 2001

2.1 O PLANO REAL

O Plano Real nasceu com o objetivo de estagnar um processo inflacionário que seguidamente ultrapassava a barreira dos 30% mensais, impossibilitando aos agentes realizarem seus planejamentos econômicos (e financeiros) de longo prazo. A tabela a seguir mostra as taxas anuais da inflação brasileira do início da década de 1990.

Tabela 1 - Inflação Anual no Brasil na Década de 1990 Medido pelo IGP-FGV

ANO	TAXA ANUAL
1990	1.476,56
1991	480,23
1992	1.157,84
1993	2.708,17
1994	1.092,67

Fonte: Suma Econômica (2002)

Para frear esse processo, os governos brasileiros utilizaram-se de vários planos econômicos, em sua maioria de cunho heterodoxo e que, normalmente, após um período inicial de queda nos índices de preços, voltavam a apresentar crescimento da taxa. Assim, vieram os planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor e Collor II. Todos eles consideravam o processo inflacionário um fenômeno monetário e trataram o fenômeno de acordo com o diagnóstico realizado, lançando medidas heterodoxas, que iam desde o congelamento de preços e salários até o confisco das reservas nacionais de dinheiro¹⁷, instrumento utilizado pela então Ministra Zélia Cardoso de Melo, no lançamento do plano Collor. Faltou para estes planos medidas mais concretas no sentido de realizar as reformas necessárias para que a

¹⁷ Alguns autores preferem chamar o confisco de congelamento de haveres monetários ou ainda congelamento de ativos financeiros.

estabilidade fosse duradoura, principalmente no que diz respeito ao controle dos gastos públicos.

O governo Collor realizou, também, importantes mudanças estruturais na economia brasileira, principalmente a abertura do país ao comércio exterior e a privatização de empresas públicas, ainda que este último tenha se dado em níveis bastante modestos. Estas mudanças, principalmente no que se refere à abertura comercial, facilitaram o trabalho da equipe econômica que elaborou e, posteriormente, implementou o Plano Real.

O Plano Real inspirava-se no Plano Larida¹⁸ e diferenciava-se, em muitos aspectos, dos planos de estabilização anteriormente implementados. Portugal (1995) ressalta principalmente o ajuste fiscal prévio e o período de ajuste de preços relativos como características marcantes do plano. Pode-se dividi-lo em três fases distintas. A primeira delas consistia numa reforma fiscal, que permitiu ao governo um equilíbrio das contas públicas no momento em que este deixasse de obter receita com o imposto inflacionário. No início de 1994 foi aprovado pelo congresso, um ajuste fiscal que consistia em cortes nos gastos do governo e a criação de um Fundo Social de Emergência (FSE).

A segunda fase do plano atrelou preços, salários e taxa de câmbio à um único indexador, denominado unidade real de valor (URV) de acordo com regras previamente estabelecidas pelo governo. Essa fase iniciou-se em 1 de março e durou até 1 de julho de 1994 e tinha como objetivo permitir que todos os preços da economia se alinhassem (o não alinhamento de preços e salários foi uma das causas do fracasso do plano cruzado, por exemplo), criando condições para a implantação da terceira fase do plano. A URV tinha seu valor determinado pelo Banco Central e valorizava-se em relação à moeda vigente (cruzeiro real), em valores praticamente iguais ao dólar, estabelecendo implicitamente todos os preços da economia em dólar.

A terceira e última fase do plano consistia na implantação da nova moeda, o Real, convertendo todos os valores expressos em URV à razão de um por um. Assim, CR\$ 2.750,00 foram convertidos em um real no dia 1 de julho de 1994. A

¹⁸ Plano elaborado pelos economistas André Lara Rezende e Pêrsio Arida e que consistia, basicamente, na criação de um superindexador para a economia e a transformação deste em moeda, posteriormente.

paridade entre o real e o dólar foi anunciada oficialmente como sendo R\$ 1,00 = US\$ 1,00 e foi permitida a livre flutuação do câmbio. O processo de implantação do plano de estabilização estava concluído e, a partir deste momento, as autoridades responsáveis pela condução da política econômica concentravam suas ações no sentido de não permitir a volta da inflação e da indexação. A inflação caiu rapidamente e, já em 1995, o índice anual ficou em “apenas” dois dígitos, em contraposição aos quatro dígitos do ano anterior.

2.2 POLÍTICA CAMBIAL NO PERÍODO

A partir de agora será descrita a política cambial adotada pela equipe econômica encarregada da condução do plano econômico. Esta seção em três períodos distintos: o primeiro corresponde ao período que iniciou-se logo após a implantação do Real e durou até 6 de março de 1995, quando a taxa cambial deixou de flutuar livremente e passou a oscilar dentro de limites previamente estabelecidos pela autoridade monetária, num regime conhecido como bandas cambiais ou *Crawling Peg*. Essa modalidade de câmbio fixo, que permite maior flexibilidade à política cambial e monetária (ao contrário do *currency board*, que não permite nenhuma flexibilidade à política monetária, dada a rigidez da política cambial) durou até o início de 1999, quando as autoridades econômicas brasileiras, ao verem suas reservas internacionais se esvaírem após a crise Russa deixaram o câmbio flutuar novamente; encerrando o segundo período de análise da política cambial.

Por fim, serão descritos os principais eventos em termos de política econômica que marcaram esta terceira fase da política cambial do Plano Real. Esta análise, abrangerá desde o fim do regime de bandas até dezembro de 2001, encerrando a análise e partindo para os cálculos da taxa de câmbio real e efetiva.

2.2.1 Primeira Fase: julho de 1994 à março de 1995 – O Câmbio Livre

Quando efetivamente da entrada em vigor do Plano Real, em 1 de julho de 1994, sua principal âncora para o controle da inflação era a monetária e não cambial (embora a âncora cambial estivesse implicitamente prevista nas metas monetárias e a própria equipe econômica contasse com o câmbio como um fator estabilizador dos

preços). A Lei nº 9.069, que instituiu o Real, também impunha ao Banco Central metas de crescimento da moeda, que estavam em consonância com os movimentos de reservas internacionais, daí a âncora cambial implícita. Quando da efetiva implantação da nova moeda, em 1 de julho de 1994, o governo estabeleceu a cotação para moeda americana em R\$ 1,00/US\$ 1,00.

A partir deste momento, o Banco Central deliberadamente permitiu que a taxa de câmbio flutuasse e a cotação da moeda norte-americana começou a cair. Essa valorização do real deve-se ao fato de a economia brasileira estar numa situação externa plenamente favorável. A balança comercial vinha apresentando superávits seguidos desde 1987 (na verdade o último déficit comercial havia sido em janeiro de 1987 e de apenas US\$ 35 milhões). Acrescente-se a isso superávits apresentados na conta de capital desde maio de 1992 e, então, tem-se como resultado uma entrada de dólares na economia em valores não vistos desde o início da crise da dívida. Era de se esperar, portanto, que a taxa de câmbio viesse a valorizar-se, dado que as autoridades monetárias tinham de cumprir as metas monetárias previstas na medida provisória que instituiu o Real e não podiam adquirir os dólares excedentes, sob pena de aumentar a base monetária.

A figura 4 mostra a evolução das reservas cambiais brasileiras desde 1990 até a data de implantação do real e demonstra o crescimento das reservas internacionais neste período, requisito fundamental para planos de estabilização baseado em âncora cambial.

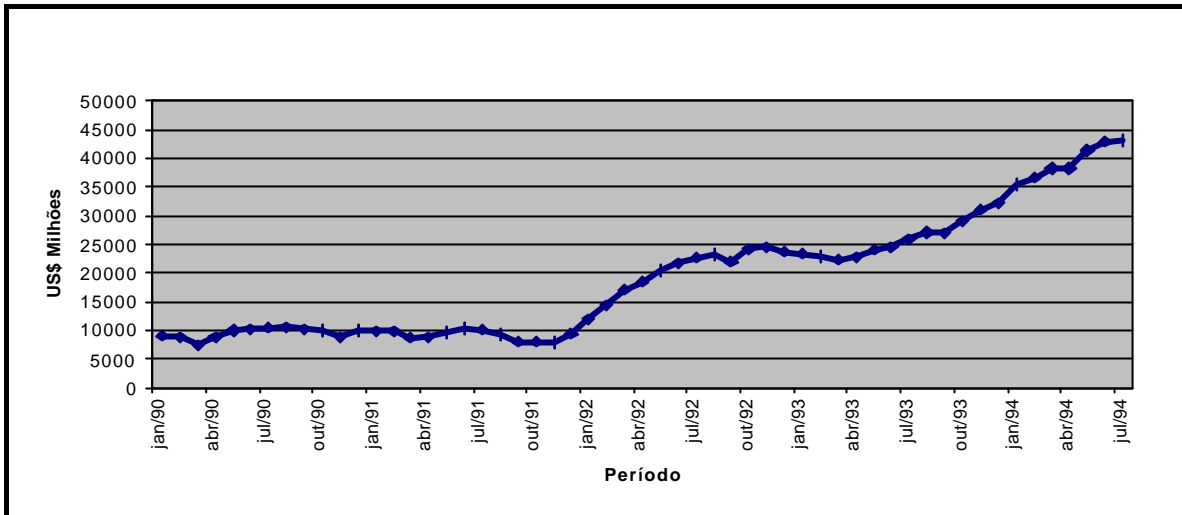


Figura 4 - Evolução das reservas internacionais brasileiras

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Observa-se que o crescimento é contínuo, interrompido apenas por breves períodos de queda para, novamente, voltar a crescer, resultado das entradas maciças de divisas observadas na década, principalmente a partir de meados de 1992.

O Real foi criado num momento em que a economia encontrava-se em recuperação, após uma retração do PIB¹⁹ de -0,54%, em 1992. Esta recuperação iniciou-se no segundo trimestre de 1993 e teve seu ápice no segundo trimestre de 1995, quando o PIB cresceu 8,61%. Portanto, o desempenho da balança comercial até o início do Plano Real não pode ser creditado à queda de importações provocada por baixa na demanda interna, pois, efetivamente, isto não aconteceu. A figura 5 mostra os valores médios mensais de exportações e importações na década de 1990 até o 1 semestre de 1995.

¹⁹ O PIB a que refere-se o texto é calculado a Preços de Mercado.

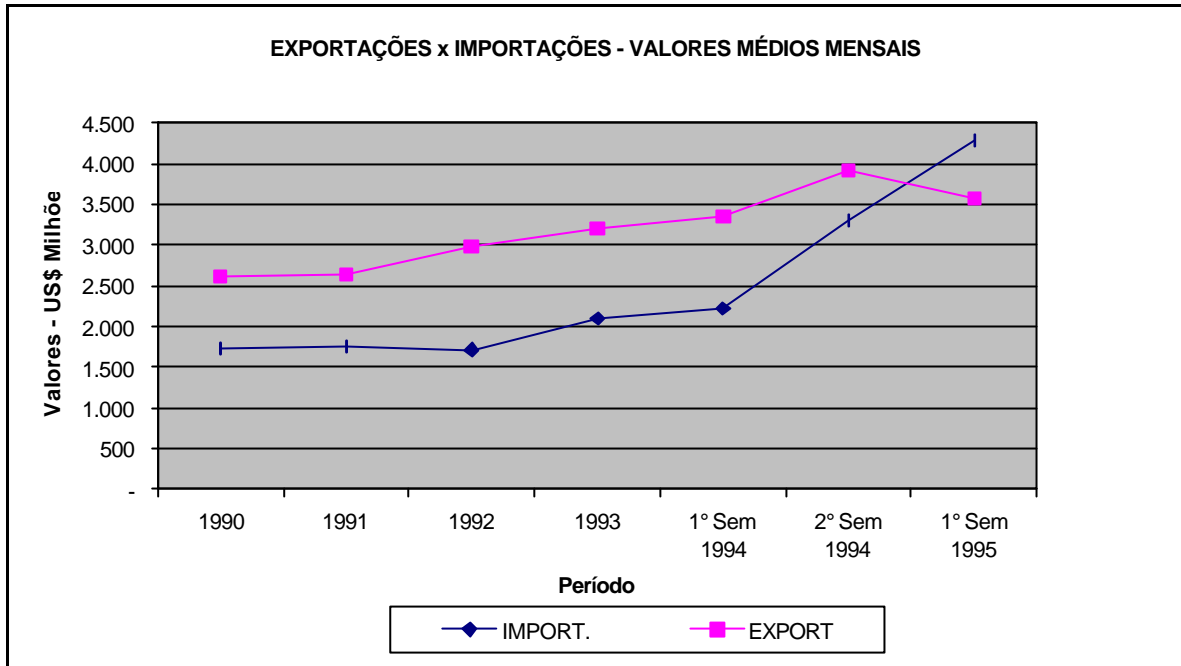


Figura 5 - Exportações x importações- valores médios mensais

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Pode-se depreender que, até 1º de julho de 1994, a taxa cambial brasileira era favorável à criação de superávits comerciais. Esta situação começou a mudar com a sobrevalorização da moeda nacional, ocorrida após esta data que fez com que os valores médios de exportações no 1º semestre de 1995 tivessem uma retração de 8,50% em relação ao último semestre de 1994, enquanto as importações, que já apresentavam uma tendência de crescimento, aumentaram 29,96% em relação ao mesmo período.

A taxa cambial apreciada viria a ser, após julho de 1994, um dos principais obstáculos para a manutenção da política econômica, pois os déficits em transações correntes não poderiam ser financiados indefinidamente pela entrada de capitais no país, embora os investimentos externos diretos tivessem crescido vertiginosamente durante o período de abrangência do Plano Real. A tabela 2 mostra a relação entre o investimento externo direto (IED) e o déficit em transações correntes.

Tabela 2 - Relação IED x Transações Correntes

	IED	TC	IED / TC
1990	\$988,80	(\$3.783,70)	-26,13%
1991	\$1.102,20	(\$1.407,30)	-78,32%
1992	\$2.061,00	\$6.109,00	33,74%
1993	\$1.290,90	(\$675,80)	-191,02%
1994	\$2.149,90	(\$1.811,20)	-118,70%
1995	\$4.405,10	(\$18.383,70)	-23,96%
1996	\$10.791,70	(\$23.502,00)	-45,92%
1997	\$18.992,90	(\$30.452,40)	-62,37%
1998	\$28.855,60	(\$33.450,40)	-86,26%
1999	\$28.578,40	(\$25.420,30)	-112,42%
2000	\$32.779,20	(\$24.257,20)	-135,13%
2001	\$22.457,40	(\$23.213,10)	-96,74%

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Isto posto, o IED sempre foi uma importante fonte de financiamento do déficit em transações correntes brasileira até 1995, sendo que, em 1993 e 1994, os IED superaram os déficits em transações correntes. Porém, com o crescimento do déficit, principalmente devido à sobrevalorização da moeda, os IED já não eram mais suficientes para cobri-los. Assim, o Banco Central necessitava atrair capitais de curto prazo para equilibrar o balanço de pagamentos, através de uma política de juros altos. Essa estratégia tinha duas implicações: a primeira era a atração de capitais voláteis, dada a alta taxa de retorno em dólar oferecido pelo país e, a segunda implicação, era de que as altas taxas reduziam o nível da atividade econômica, tanto pela redução da demanda quanto pela inibição dos investimentos pelos agentes internos. A tabela 3 mostra as taxas de juros praticadas até junho de 1995.

Tabela 3 - Taxa de Juros Selic Over

Período	Ago/94	set/94	out/94	nov/94	dez/94	jan/95	fev/95	mar/95	Abr/95	mai/95	jun/95
Taxa											
Selic	56,46	57,06	56,57	65,36	53,25	46,25	56,54	57,98	85,47	61,05	60,84
Over											

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Essa política de juros altos acabou trazendo problemas para as contas do governo. Se por um lado, os gastos com o pagamento de juros continuaram nos mesmos níveis médios de 1994 (considerando-se apenas os períodos pós-real, pois dado os índices de inflação anteriores estes números apresentam distorções), durante o ano de 1995 e continuariam nos mesmos níveis em 1996 e 1997, de aproximadamente R\$ 4,00 bilhões mensais, por outro, a atração de capitais especulativos e a conseqüente política de esterilização dos efeitos destes fez com que a relação dívida/PIB começasse um processo de crescimento que viria a tornar-se outro fator agravante da política econômica. Ferrari Filho (1997, p. 113) alerta para o fato de que, face à política de juros altos, o “[...] fluxo de rolagem da dívida estrangula qualquer lógica de austeridade fiscal-orçamentária”.

O crescimento da dívida do setor público pode ser constatado na figura 6, onde percebe-se que, após o início do Plano Real, a relação dívida/PIB continuou numa tendência de queda que observado desde meados de 1992. Este resultado deve-se, em grande parte, ao excelente desempenho da economia brasileira nos primeiros meses do real, que fez com que aumentasse a arrecadação do governo e este obtivesse superávits primários em suas contas. Porém, esse cenário começaria a mudar a partir do segundo trimestre de 1995, com a economia já sentindo os efeitos da crise mexicana a arrefecendo seu crescimento. Em dezembro de 1995, a dívida total do setor público já era de R\$ 208,5 bilhões, em contraposição aos R\$ 151,95 bilhões de julho de 1994, acumulando um aumento de 37,20% na dívida do setor público e, em dezembro de 1996, esse crescimento já era da ordem de 77,17%.

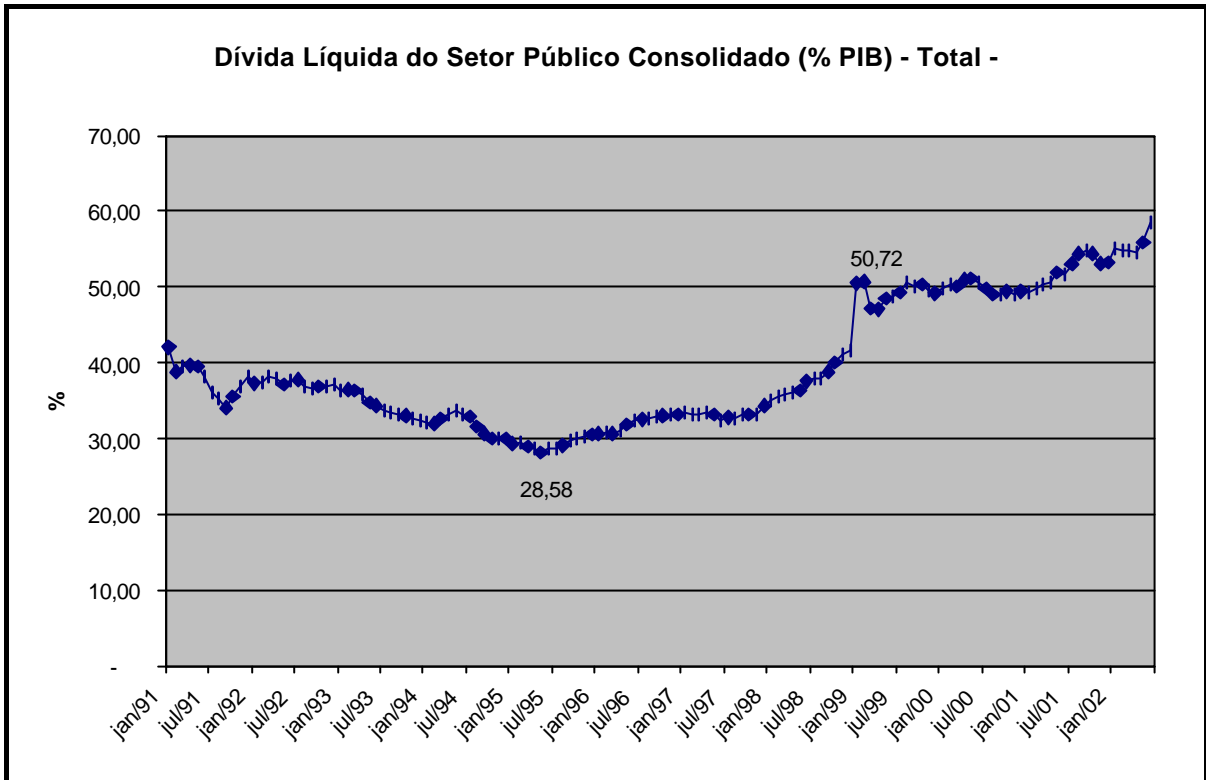


Figura 6 - Dívida líquida do setor público consolidado (% PIB) - Total

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Ciente de que estas valorizações não poderiam continuar indefinidamente, o governo, em agosto de 1994, estabeleceu restrições no sentido de equilibrar a oferta e a demanda no mercado de câmbio. Dentre essas medidas pode-se citar as reduções nos prazos de pagamentos de importações, dispensa de guias de importações para a contratação de câmbio e permissão para liquidação antecipada de empréstimos e financiamentos.

Como a valorização da moeda continuou, no final de outubro novas medidas foram tomadas no sentido de reduzir a entrada de capitais externos. As principais medidas foram a elevação do IOF sobre ingresso de recursos externos, redução tarifária principalmente para bens de consumo duráveis, proibição de investidores externos de investir no FAF e diminuição dos prazos para obtenção de Adiantamentos de Contratos de Câmbio (ACC). Neste mesmo mês, o Banco Central instituiu uma banda informal para o dólar ao anunciar que estaria disposto a comprar dólares à uma taxa mínima de R\$ 0,82 e a vender dólares à uma taxa máxima de R\$ 0,86. A figura 7 mostra como essas medidas ajudaram a frear o processo de valorização do Real.

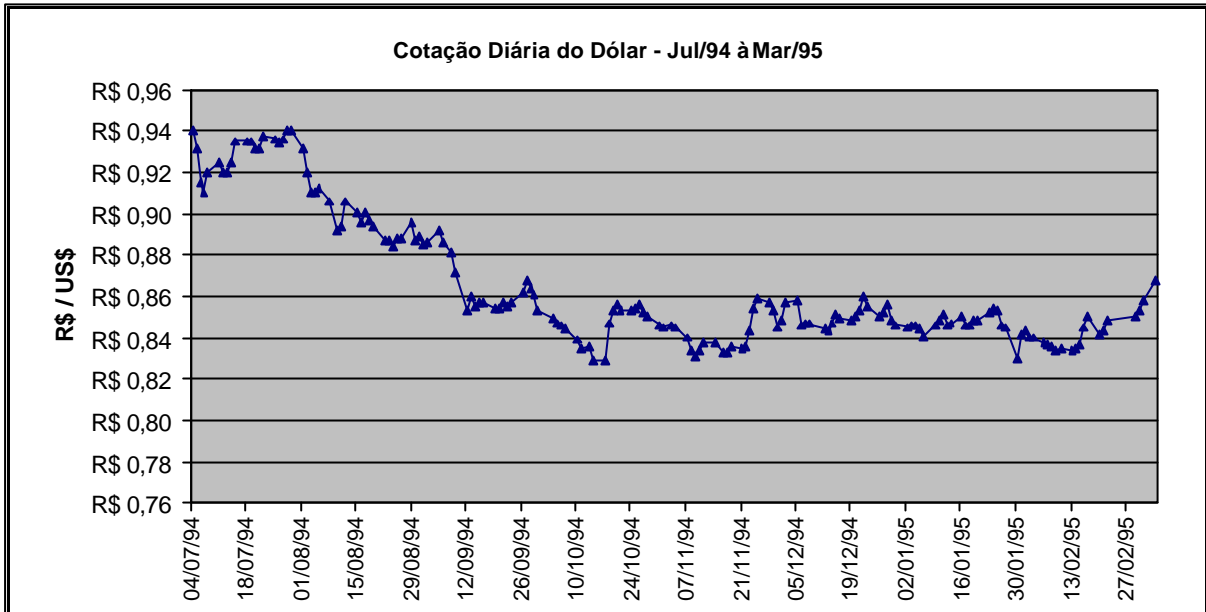


Figura 7 - Cotação diária do dólar – Jul/94 – mar/95

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Observa-se que a cotação, que vinha caindo desde a implantação do Real, cessa esse movimento para estabilizar-se dentro de limites bastante estreitos até meados de março, quando o Banco Central adotou o regime de *crawling peg*.

Este sistema foi adotado em virtude da crise financeira internacional, iniciada a partir do México, em dezembro de 1994. Nesse momento, o governo mexicano foi obrigado a desvalorizar o peso em 15% para, posteriormente, o mercado reagir com desconfiança e jogar a cotação Dólar/Peso para cima. O chamado Efeito Tequila alastrou-se por todos os países emergentes e, em especial, a América Latina, atingindo principalmente Brasil e Argentina. O Brasil, dada a confortável posição de suas reservas internacionais pode reagir com certo grau de tranqüilidade, porém os problemas enfrentados pelo México serviram de alerta para o governo de que os déficits comercial e fiscal deveriam ser resolvidos. Em março de 1995, as autoridades econômicas brasileiras adotaram uma série de medidas monetárias e fiscais no sentido de melhorar a situação do balanço de pagamentos. Essas medidas, de cunho contracionista, visavam reduzir a demanda agregada e equilibrar o orçamento do governo. Dentre as principais medidas pode-se citar a instituição de depósito compulsório de 60% sobre os ativos bancários e a elevação de 6% para 18% do IOF, além de proibir os bancos de fazerem intermediação financeira com papéis comerciais (desconto de duplicatas, por exemplo). Além destas, anunciou cortes de gastos em empresas federais e estaduais, além de impor limites aos

gastos com pessoal. Por fim, o governo revogou totalmente as medidas de incentivo à demanda e contenção da oferta de dólares que havia imposto durante o ano de 1994. Como resultado dessas medidas, o crescimento acelerado observado nos primeiros meses do Real começou a dar sinais de desaceleração, num processo que perdurou até o segundo trimestre de 1996.

2.2.2 Segunda Fase: março de 1995 à janeiro de 1999 - Câmbio Fixo com Sistema de Bandas

As medidas adotadas pelo governo brasileiro, após a crise mexicana, no sentido de reduzir a demanda interna deram resultado. A figura 8 mostra a desaceleração do crescimento, cuja taxa vinha aumentando desde o segundo trimestre de 1993 e atingiu seu ápice no segundo trimestre de 1995. Os efeitos das medidas contracionistas começaram a ser sentidos a partir daí, com queda nas taxas de crescimento, até alcançar uma pequena retração no segundo trimestre de 1996, para, a partir de então começar uma tímida retomada.

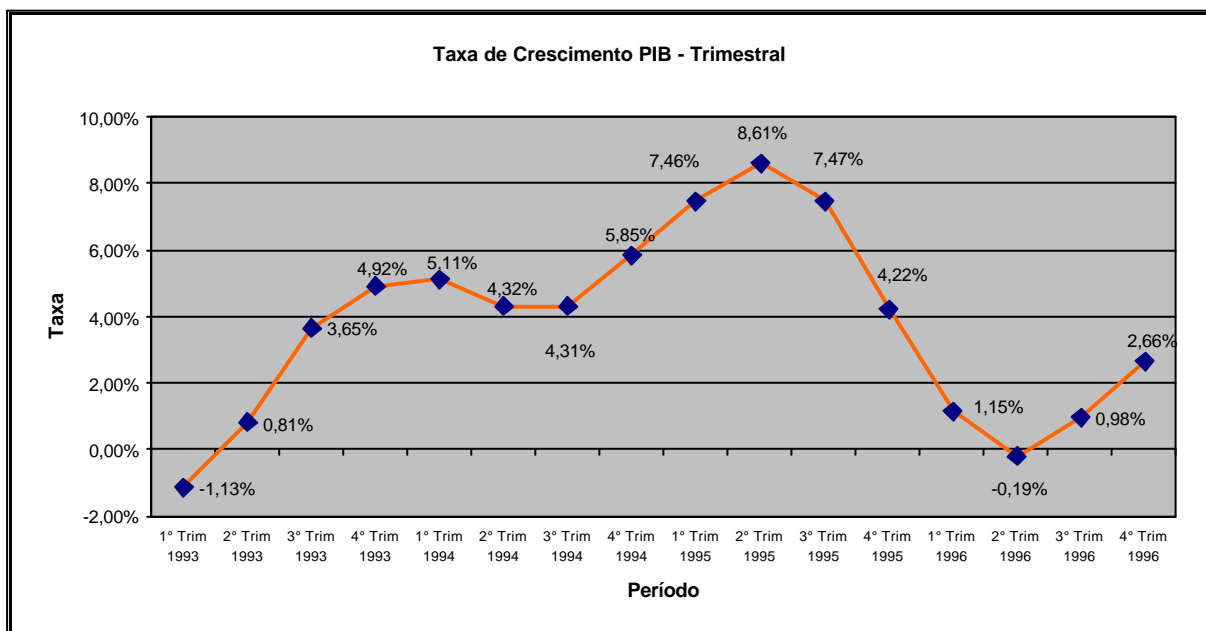


Figura 8 - Taxa de crescimento do PIB - Trimestral

Fonte: IBGE (2002)

As medidas adotadas pelo governo brasileiro, após a crise mexicana, no sentido de reduzir a demanda interna deram resultado. A figura 8 mostra a

desaceleração do crescimento, cuja taxa vinha aumentando desde o segundo trimestre de 1993 e atingiu seu ápice no segundo trimestre de 1995.

Os efeitos das medidas contracionistas começaram a ser sentidos a partir daí, com queda nas taxas de crescimento até alcançar uma pequena retração no segundo trimestre de 1996, para a partir daí começar uma tímida retomada.

A desaceleração do crescimento trouxe um efeito perverso, no que diz respeito à taxa de desemprego. A figura 9 mostra como esse índice apresentava tendência de estabilidade desde 1991 e a figura 10 mostra como esta tendência mudou drasticamente a partir das medidas econômicas adotadas para conter o nível de atividade interna.

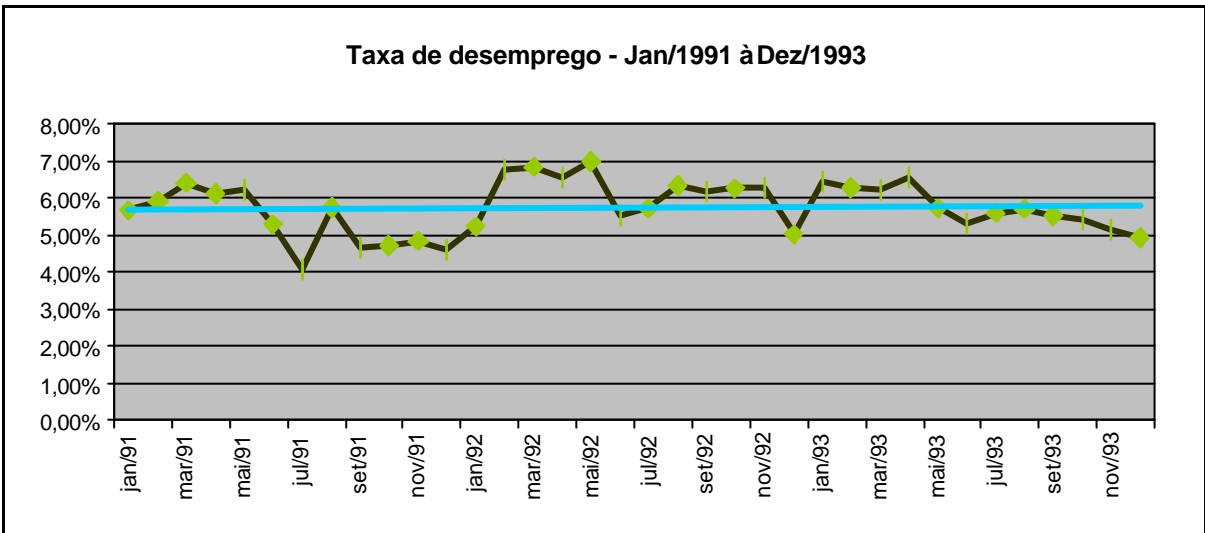


Figura 9 - Taxa de desemprego – Jan/1991 à dez/1993

Fonte: IPEA (2002)

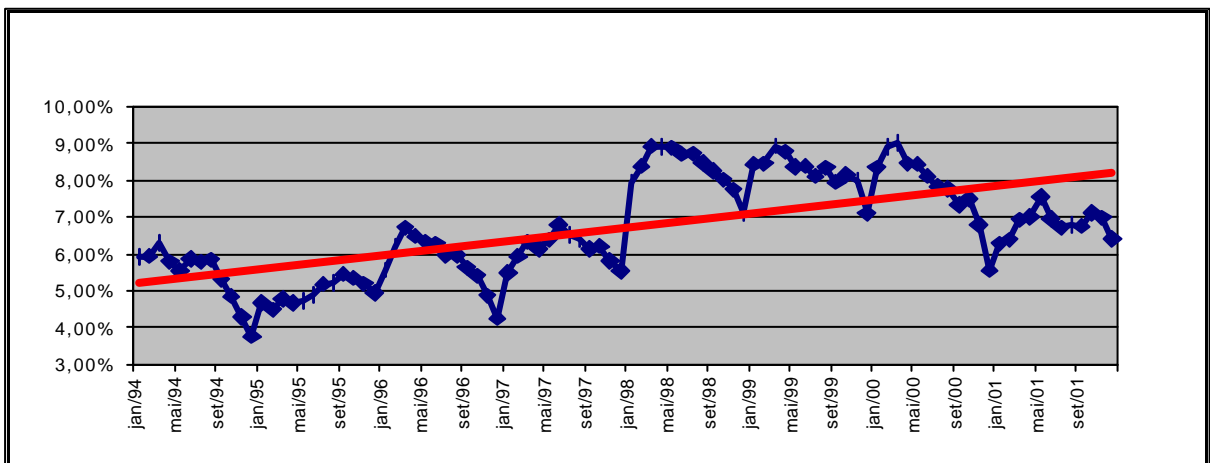


Figura 10 - Taxa de desemprego – Jan/1994 à Jan/2001

Fonte: IPEA (2002)

Pode-se observar, através das linhas de tendência, o efeito das políticas econômicas sobre o nível de emprego. Assim, as medidas adotadas pelas autoridades econômicas para corrigir o desequilíbrio externo trouxeram consigo um custo social, associado ao aumento do número de desempregados. Esse aspecto do ajuste veio a tornar-se um dos principais alvos da crítica dos opositores da política econômica e uma das principais fontes de preocupação do brasileiro²⁰.

Embora as medidas tenham surtido efeito no âmbito interno, no front externo elas mostraram-se ineficazes. No primeiro semestre de 1995, as importações superaram as exportações em US\$ 117,38 milhões ao mês em média²¹. Já no segundo semestre de 1995, as exportações superaram as importações, conseqüência temporária das medidas adotadas pelo governo, pois logo que a taxa de crescimento voltou a aumentar, em 1996, novamente a balança comercial voltou a apresentar déficit, para não mais voltar a ter superávit até o final de 1999. Pode-se visualizar estes dados na figura 11.

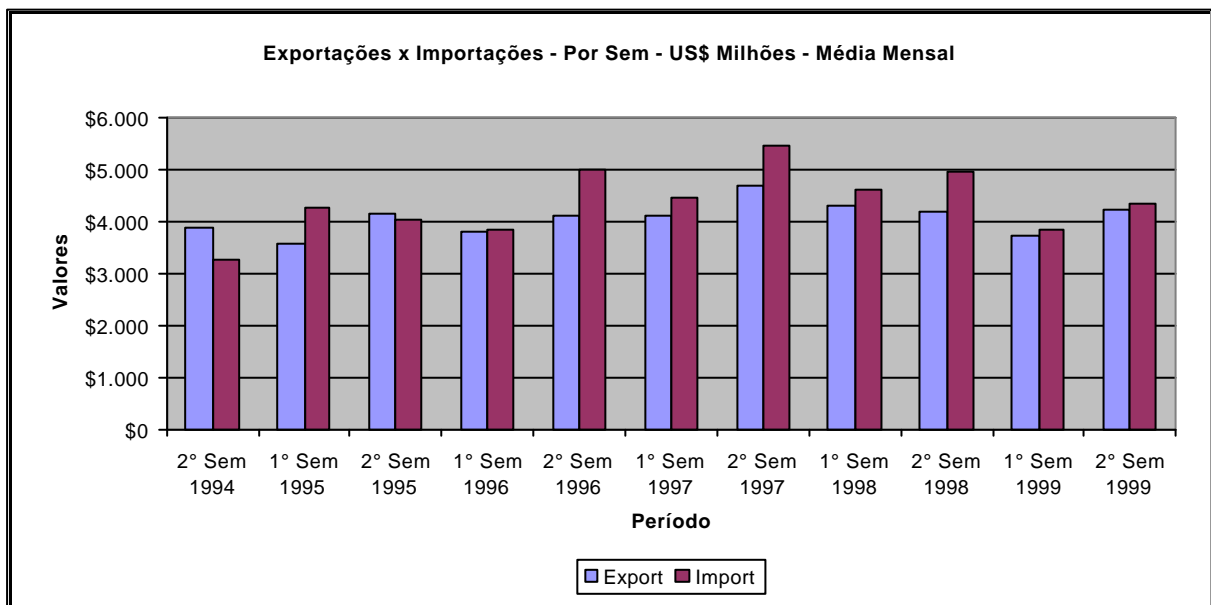


Figura 11 - Exportações x importações - por semestre (US\$). Média mensal

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

²⁰ Pesquisa realizada pelo Vox Populi, em 2001, mostrou que o emprego é a segunda maior preocupação do eleitor brasileiro, atrás apenas da saúde, pauta que deve ocupar grande parte dos discursos dos candidatos à presidência em 2002. Nessa pesquisa, 31% disseram que a criação de emprego deveria ser prioridade para o próximo governo.

²¹ Esse resultado não deve ser apenas creditado ao aumento das importações. A crise mexicana e na Argentina causaram uma queda no volume de exportações no primeiro semestre de 1995.

Esses dados parecem sintomáticos no sentido de indicar que, dada a taxa cambial vigente, o equilíbrio externo era incompatível com o crescimento econômico. Ou seja, para manter a política cambial, as taxas de crescimento teriam de ser sacrificadas. Os déficits comerciais, somados aos déficits estruturais da conta de serviços²² levaram à uma explosão do déficit em transações correntes, como pode-se observar na tabela 2, quando o déficit em conta corrente saltou de US\$ 1,811 bilhões, em 1994, para 18,383 bilhões, em 1995, um crescimento espantoso de 915% no déficit. A tabela 4 mostra a relação entre o déficit em conta corrente e o PIB na década de 1990.

Tabela 4 - Relação Saldo Transações Correntes / PIB

Período	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
TC/PIB - %	-0,95	-0,34	1,64	-0,14	-0,30	-3,20	-3,25	-4,16	-4,33	-4,38	-4,13	-4,61

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Pode-se observar como a sobrevalorização do câmbio, a partir de 1994 aumentou o grau de dependência da economia brasileira à entrada de capitais, tanto de natureza especulativa como na forma de investimentos diretos. O aumento do déficit em conta corrente tornou o modelo cambial suscetível aos ataques especulativos, que viriam a tomar forma em janeiro de 1999. A ironia destes eventos é que, à medida que a equipe econômica trabalhava no sentido de manter a política cambial, responsável pelo déficit em conta corrente, mais claro ficava para os investidores a impossibilidade de manutenção da taxa de câmbio dentro dos limites estabelecidos. Como o risco cambial acabava ficando relativamente alto em virtude desta percepção, os investidores acabavam obrigando o Banco Central a manter as taxas de juros reais extremamente elevadas, o que, por fim, pressionava as contas públicas e o endividamento do governo. As taxas de juros elevadas nada mais eram senão um atestado da falta de credibilidade no programa econômico e na capacidade do governo de sustentá-lo.

²² Esse déficit estrutural decorre do fato de que os países em desenvolvimento geralmente enviam renda ao exterior na forma de remessa de lucros, pagamento de *royalties* e dos juros da dívida externa. A maioria dos países em desenvolvimento apresentam, pois, déficit nessa conta.

Um outro fator que é importante ressaltar é a queda da taxa de poupança privada no período, na medida que os consumidores, ao perceberem a taxa cambial favorável à compra de produtos importados, deslocam recursos da poupança para este fim. Cardoso (2001) alertava para o fato de que, dada a sobrevalorização cambial, empresas e pessoas lançam-se ao consumo de produtos importados à título de precaução. Esses dados podem ser demonstrados na tabela 5, mostrando o declínio dos níveis de poupança internos.

Tabela 5 - Relação entre Poupança e Renda Disponível Bruta

Período	Taxa de Poupança
1995	19,68
1996	18,00
1997	17,67
1998	17,17
1999	16,03
2000	17,72

Fonte: IBGE (2001)

Logo no início do sistema de bandas cambiais, o governo determinou como cotação máxima e mínima para o dólar R\$ 0,86 e R\$ 0,90 respectivamente, um intervalo de 4,65%, para, logo em seguida, mudar novamente a banda para R\$ 0,88 e R\$ 0,93, o que significava um aumento de aproximadamente 1% no intervalo da banda. Em 22 de junho de 1995, o governo alterou novamente sua política cambial, anunciando um alargamento da banda cambial com intrabanda. Para a banda larga, o governo fixou em R\$ 0,91 e R\$ 0,99 o intervalo (8,79% de diferença entre máximo e mínimo) e, para a intrabanda, uma variação estreita de 0,5%.

Os anos de 1995 e 1996 foram períodos de relativa tranqüilidade para os cenários econômicos, embora os princípios básicos da economia continuassem se deteriorando (déficit fiscal e em conta corrente aumentando). A tranqüilidade relativa dava-se, sobretudo, em virtude dos níveis de reservas internacionais que continuavam crescendo em razão da atração de capitais, tanto especulativos quanto de investimentos diretos. Os IED, particularmente, tiveram um crescimento bastante

significativo, saltando de apenas US\$ 2,15 bilhões, em 1994, para US\$ 10,8 bilhões, em 1996. A figura 12 mostra o crescimento das reservas internacionais no período.

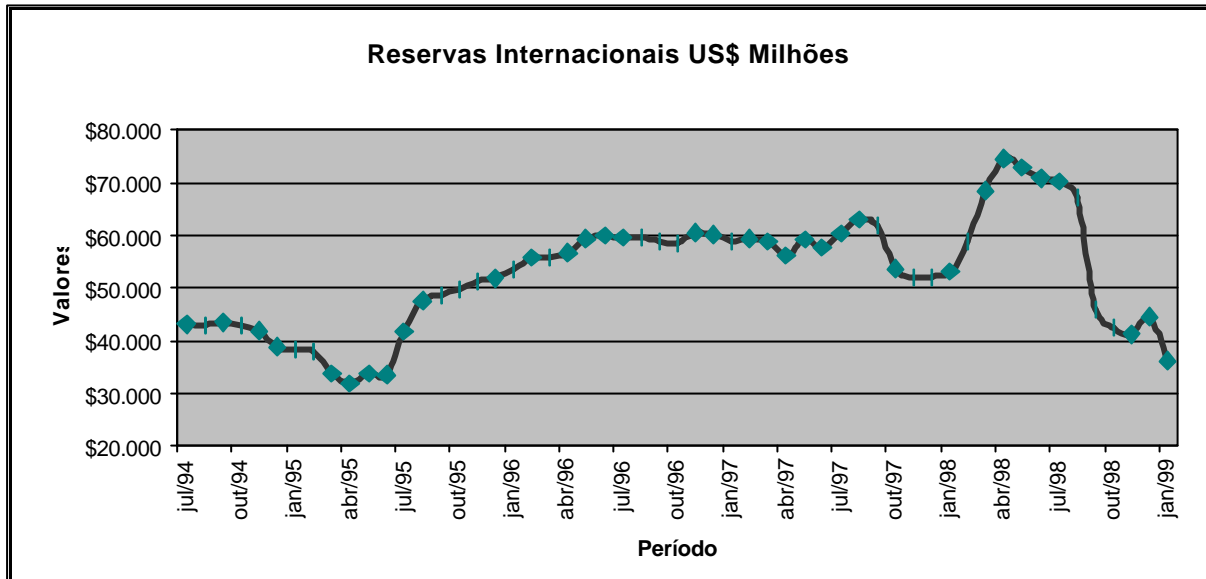


Figura 12 - Reservas internacionais (US\$ milhões)

Fonte: Banco Central do Brasil (2000)

Observa-se, pela figura 12, que, logo após a crise mexicana, o Brasil começou a perder reservas, mas a elevação das taxas de juros para um nível superior aos 40% anuais fez com que as reservas se recuperassem rapidamente. Essa recuperação das reservas continuou até o início da crise na Ásia, em outubro de 1997, quando novamente o governo interviu no sentido de segurar a cotação do câmbio, viu suas reservas se reduzirem e foi obrigado novamente a adotar a elevação da taxa de juros como alternativa à solução da crise.

Em janeiro de 1998, a crise já havia se dissipado e o regime cambial brasileiro não havia entrado em colapso, porém, o cenário internacional, em 1998, não foi nada favorável aos países emergentes, gerando uma retração dos capitais externos para esses países. O Brasil, em virtude da taxa de juros real extremamente elevada (que compensaria qualquer risco cambial naquele momento, dado os níveis de reserva) e de um enorme fluxo de IED (US\$ 33,45 bilhões em 1998) continuou acumulando reservas, até atingir o recorde histórico de US\$ 74,656 bilhões, em abril de 1998.

Essa capacidade de reação da economia brasileira parece haver iludido os formuladores da política econômica, visto que nem o problema fiscal muito menos o

da sobrevalorização do real foram resolvidos. A cada crise, o governo brasileiro lançava um pacote fiscal que, via de regra, mostrava-se infrutífero ou insuficiente. Entre 1996 e 1998 o governo federal alcançou um déficit primário de R\$ 9,5 bilhões, agravados pelo pagamento dos altos encargos da dívida, causados pela política de juros altos. Ao mesmo tempo, a política de minidesvalorizações cambiais, no período 1995-1998, mostrava-se lenta demais para corrigir os desequilíbrios externos. Entre janeiro de 1995 e dezembro de 1998 o real desvalorizou-se apenas 42,35% no período, ou seja, apenas 9,23% ao ano em média. No mesmo período, a inflação medida pelo IPC-FIPE foi de 39,58% e medida pelo IPA-DI foi de 25,82%. Assim, as desvalorizações foram insuficientes para reestabelecer a competitividade da economia brasileira no cenário internacional. A figura 13 apresenta a evolução da taxa cambial no período e mostra toda a regularidade da variação apresentada no sistema de bandas cambiais.

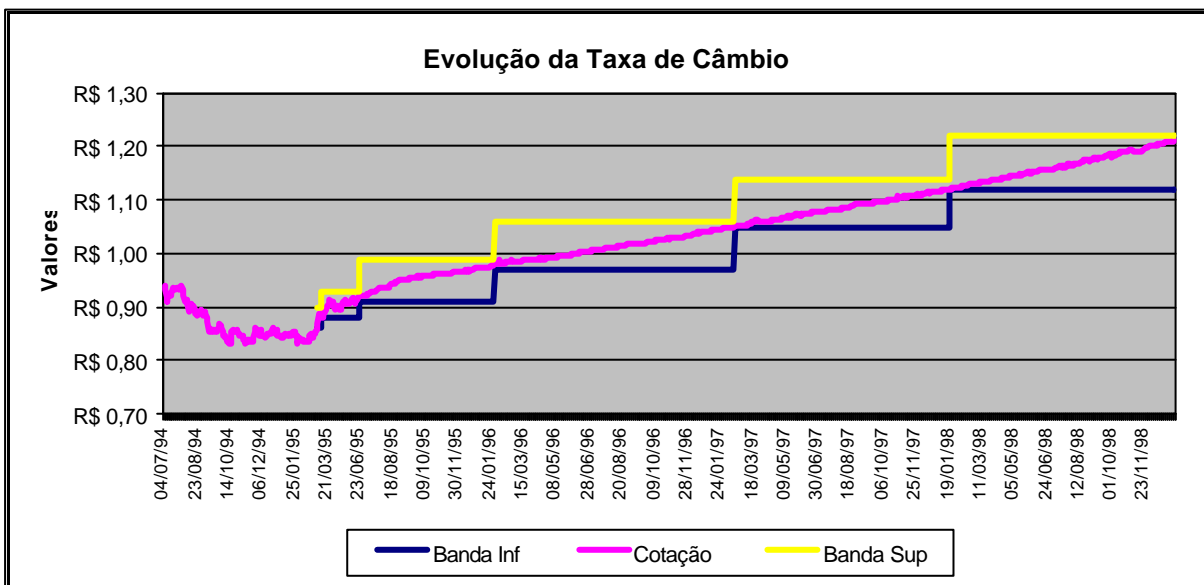


Figura 13 - Evolução da taxa de câmbio

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

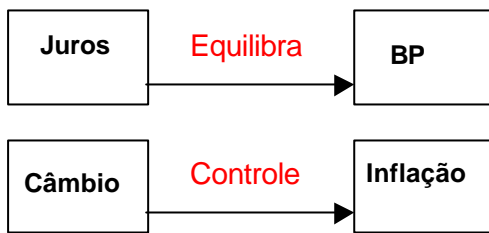
Essa política cambial seria posta em cheque pela crise deflagrada pela inadimplência da Rússia, em agosto de 1998. A declaração de moratória da Rússia chamou a atenção dos investidores para o Brasil. Em setembro de 1998, as reservas cambiais se reduziram de US\$ 67,33 bilhões, em agosto, para US\$ 45,81 bilhões, em setembro, uma saída de US\$ 21,52 bilhões. As autoridades monetárias reagiram como de costume e jogaram a taxa de juros para o alto, porém os resultados foram

diferentes de outras situações. Enquanto na crise mexicana e asiática as reservas rapidamente voltaram a subir após a elevação das taxas de juros, desta feita, as divisas continuaram a sair do país. Em janeiro de 1999 o país tinha apenas US\$ 36,14 bilhões em reservas externas, uma perda de 46,33% em relação aos níveis de reserva de agosto. O sistema de bandas cambiais entrou em colapso na semana de 11 a 15 de janeiro de 1999. Garcia (1999) relata os eventos que culminaram com a queda do regime cambial, brasileiro: o presidente do Banco Central, Gustavo Franco, um fervoroso defensor da política cambial pediu demissão e o mercado começou a pressentir que a política cambial estava prestes a mudar. Em seu lugar entrou Francisco Lopes e anunciou um alargamento da banda, com o teto passando de R\$ 1,22 para R\$ 1,32. A reação foi de pânico, com a bolsa de valores despencando e o *circuit-breaker* sendo acionado duas vezes durante o pregão, provocando uma saída de dólares de mais de um bilhão diário nesta semana. Logo os mercados jogaram a cotação do dólar para o nível superior da banda, não deixando outra alternativa às autoridades monetárias senão permitir a flutuação do câmbio. Estava se encerrando um ciclo na economia brasileira, onde a âncora cambial servia para estabilizar os preços e a taxa de juros para corrigir os distúrbios no balanço de pagamentos.

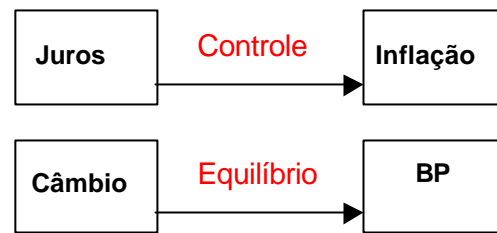
2.2.3 Terceira Fase: de Janeiro de 1999 à Dezembro de 2001 – de Volta ao Câmbio Livre

A partir de 15 de janeiro de 1999 o real passou a flutuar livremente e uma nova lógica foi aplicada à política macroeconômica do país. Agora, a taxa de juros não mais serviria para corrigir desequilíbrios no balanço de pagamentos e sim para conter a demanda no sentido de controlar a inflação. A função de corrigir desequilíbrios no balanço de pagamentos agora compete à taxa de câmbio, que flutua no sentido de encontrar o equilíbrio. Antes deste período, a taxa de câmbio era utilizada como âncora nominal para garantir a estabilidade de preços. O esquema abaixo sintetiza esta mudança.

Câmbio Fixo com Bandas



Câmbio Flutuante



Em 8 março de 1999, o Brasil firmou um acordo com o FMI que vinha sendo costurado desde dezembro de 1998. Essa ajuda, da ordem de US\$ 41,5 bilhões de dólares²³, com recursos desembolsados a partir de dezembro (US\$ 9,2 bilhões), fixava como objetivo o controle da inflação, não permitindo que a desvalorização contagiasse os índices de preços e a prevenção de que a relação dívida/PIB não apresentasse um comportamento explosivo.

Em 21 de junho de 1999 o Banco Central mudou o regime monetário para metas de inflação. Esse regime foi formalmente instituído através do decreto nº 3088 desta mesma data. Em 30 de junho de 1999, o Conselho Monetário Nacional fixou em 8,0%, 6,0% e 4,0% a variação do IPCA para os anos de 1999, 2000 e 2001, respectivamente. Destes valores existe a tolerância de 2% para cima ou para baixo das metas centrais.

Esse regime de metas monetárias parte do pressuposto de que agora o Banco Central está mais comprometido com o objetivo de baixa inflação. Mendonça (2002) enumera as principais vantagens do sistema de metas de inflação (ou metas monetárias): i) capacidade do BC escolher suas metas para inflação; ii) possibilidade de a política monetária responder às flutuações do produto no curto prazo e a choques externos; iii) maior transparência da condução da política monetária, uma vez que são reportados ao público, em intervalos regulares de tempo, o comportamento dos principais agregados monetários.

A tabela 6 mostra que o comportamento da inflação, durante o triênio 1999/2001, ficou dentro das metas estabelecidas no biênio 1999/2000, porém, em

²³ A origem dos recursos ficaria assim distribuída: FMI (US\$ 18 bilhões), Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento (US\$ 4,5 bilhões cada), EUA (US\$ 5 bilhões) e governos europeus (US\$ 9,5 bilhões).

2001, estas metas não foram cumpridas, com inflação situando-se a 3,7 pontos percentuais do centro da meta.

Tabela 6 - Resultado da Política de Metas de Inflação 1999-2001 – IPCA

Ano	Meta Inflação	Tolerância	Inflação Ano	Parecer
1999	8,0%	± 2%	8,9%	Meta Cumprida
2000	6,0%	± 2%	6,0%	Meta Cumprida
2001	4,0%	± 2%	7,7%	Meta Não Cumprida

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

O motivo pelo qual a meta de 2001 não foi atingida pode ter sido o cenário extremamente turbulento no que se refere ao front externo da economia. Os ataques terroristas aos EUA, a desaceleração da economia mundial e a crise na Argentina fizeram com que o real sofresse uma forte desvalorização durante 2001, atingindo a cotação máxima de R\$ 2,80 em 21 de setembro de 2001, uma depreciação de 37,25% em relação à cotação de R\$ 1,94 de 2 de janeiro de 2001. Estudo do Banco Central, publicada em carta aberta, em 16 de janeiro de 2002, estimou que a depreciação cambial representou 2,9 pontos percentuais no índice final da inflação. Além disso, os preços administrados geralmente embutem em seus mecanismos de correção o risco cambial. Assim, itens como energia elétrica e combustíveis contribuíram para a elevação da inflação.

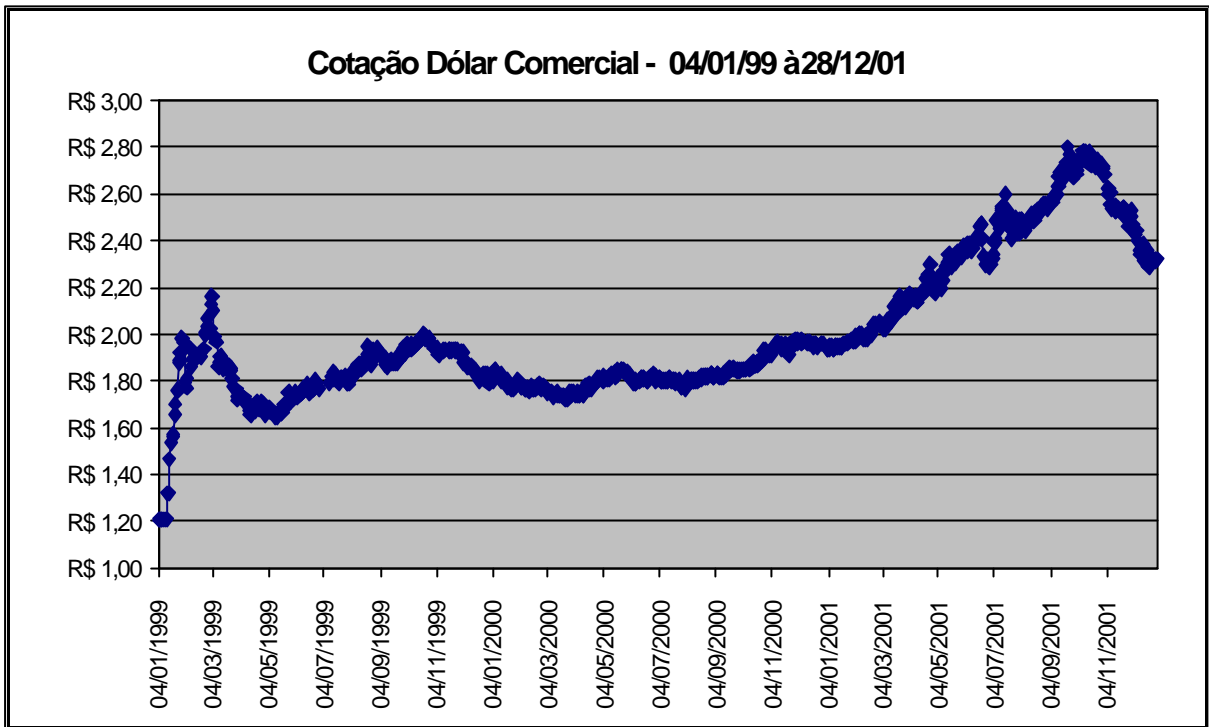


Figura 14 - Cotação do dólar comercial – 04/01/99 à 28/12/01

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Essa desvalorização, ocasionada pelo cenário externo turbulento, pode ser observada na figura 14, onde percebe-se claramente o *overshooting* da taxa de câmbio logo após a crise, em janeiro de 1999, e um novo *overshooting* iniciado em abril de 2001 e seu ápice em setembro do mesmo ano, para logo após recuar à cotação de R\$ 2,32 no final de dezembro. Com a desvalorização de 78,51%, no início de 1999 (cotação de R\$ 1,21 em 04/01/99 para R\$ 2,16 em 03/03/99), a situação externa começou a apresentar sinais de melhora. A balança comercial continuou apresentando déficit, acumulando US\$ 1.284,40 milhões no ano de 1999, porém muito inferior aos US\$ 6.608,90 milhões de 1998. O saldo em transações correntes também apresentou melhora, com um saldo negativo da ordem de US\$ 25.420,30 milhões em 1999, uma redução de 24% em relação ao déficit de 1998, sendo o primeiro ano, desde 1994, em que os IED superaram o déficit em transações correntes.

Em 2000 e 2001, esses indicadores continuaram a melhorar com déficit de US\$ 730,40 milhões e superávit de US\$ 2.641,90 milhões respectivamente, na balança comercial. Porém, o saldo em transações correntes não apresentou o mesmo desempenho, embora os déficits tenham se reduzido sensivelmente nestes dois anos. Em 2000, o déficit total foi de US\$ 24.257,20 milhões e, em 2001, de US\$ 23.213,10 milhões, queda de 4,58% e 4,30% em relação ao ano anterior,

respectivamente e, em 2001, novamente os IED não foram suficientes para cobrir os déficits em conta corrente, investimentos afugentados pela crise na Argentina e perspectiva de desaquecimento da economia global. As figuras 15 e 16 demonstram o comportamento da balança comercial e das transações correntes no período analisado, sendo que este último apresenta a linha de tendência com médias móveis, mostrando a tendência de melhora do saldo em transações correntes.

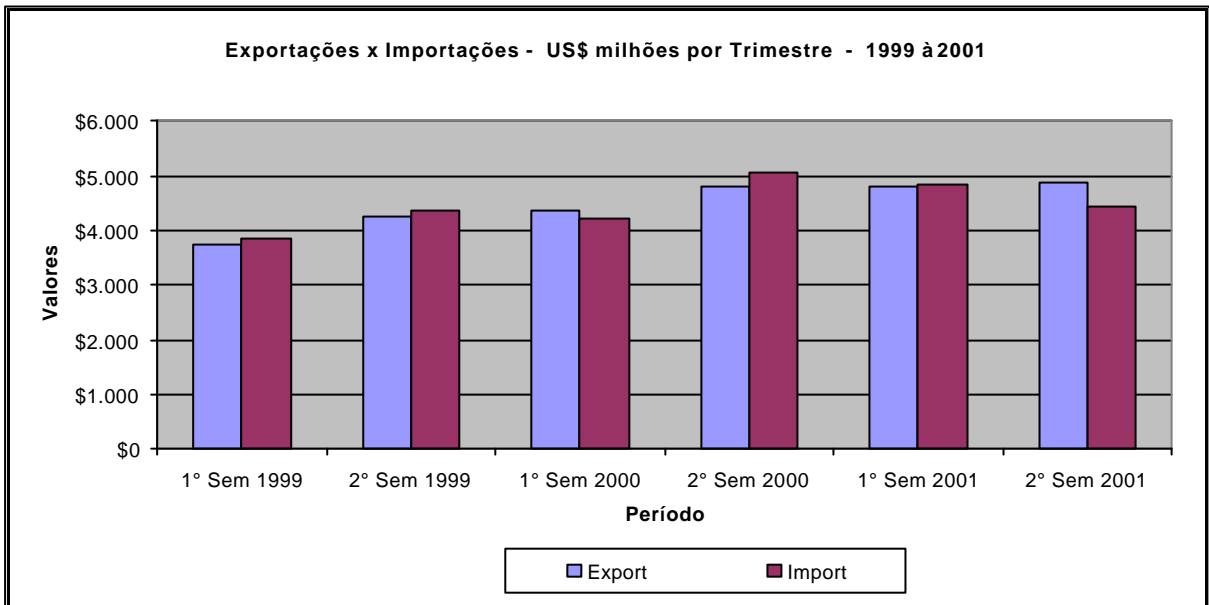


Figura 15 - Exportação x importações – US\$ milhões por trimestre – 1999 à 2001

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

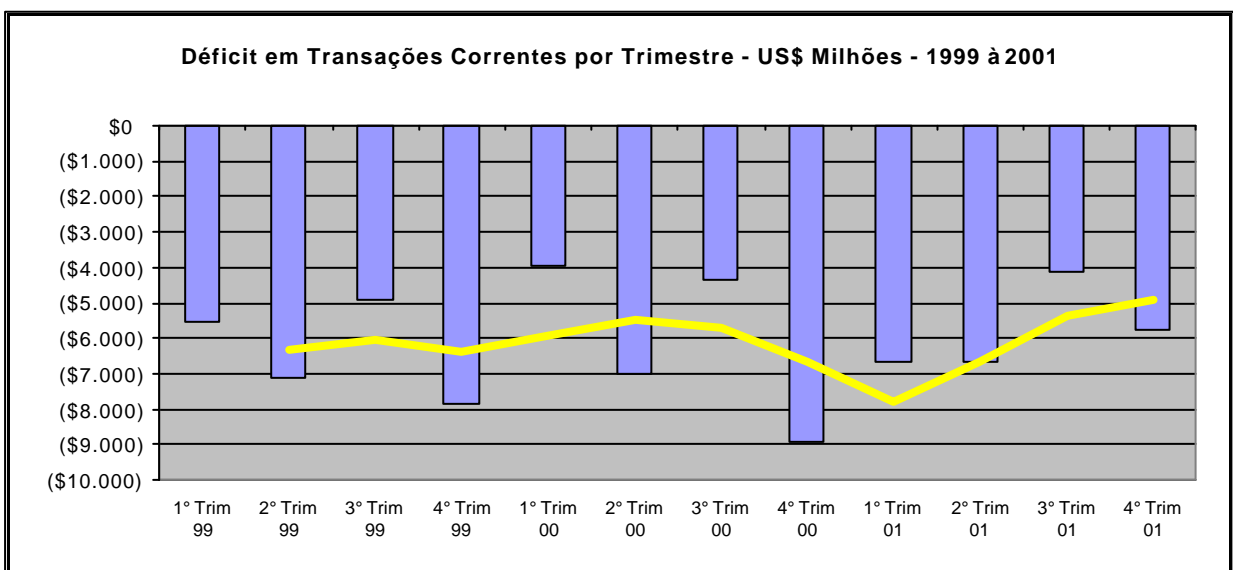


Figura 16 - Déficit em transações correntes por trimestre – US\$ milhões – 1999 à 2001

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Em 2000 iniciou-se um círculo virtuoso na economia, representado por elevação no PIB, queda da taxa de juros, aumento da arrecadação e estabilidade da relação dívida/PIB. O PIB apresentou crescimento em 2000, após um período de queda na atividade econômica em virtude dos efeitos da crise em 1999.

Essa recuperação do produto foi possível graças à redução das taxas de juros proporcionadas pela adoção do regime de câmbio flutuante. A partir de então, não havia razão para manter altas taxas reais de juros para atrair capitais externos, uma vez que a taxa de câmbio se encarregaria do equilíbrio externo. Assim, as taxas de juros poderiam reduzir-se até o nível que permitisse um crescimento compatível com o sistema de metas de inflação. A redução da taxa de juros, combinada com crescimento econômico, propiciou as condições necessárias para a estabilização da relação dívida/PIB em torno dos 50% (na verdade ela oscilou entre um mínimo de 48,93% e um máximo de 51,16%, no período compreendido de janeiro de 1999 à abril de 2001, quando a relação dívida/PIB voltou a crescer).

A evolução de queda da taxa Selic pode ser observada na figura 17. Observe-se o espaço para a redução da taxa de juros após a crise atenuar-se, em março de 1999, propiciando condições para o círculo virtuoso descrito anteriormente.

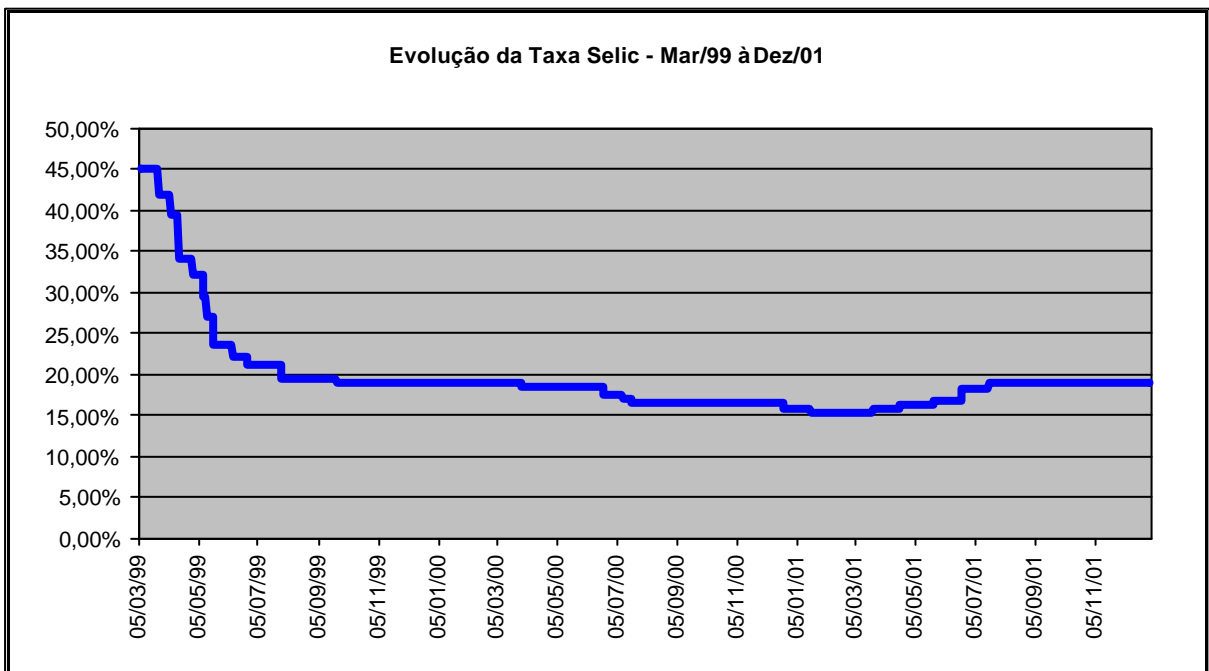


Figura 17 - Evolução da taxa selic – mar/99 à dez/01

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Em 2001 uma série de choques externos e internos fez com que a economia brasileira voltasse a enfrentar dificuldades. Em primeiro lugar, a crise na Argentina novamente exerceu impacto sobre a economia interna, fazendo com que as taxas de crescimento cessassem sua tendência de alta. A bolha de crescimento no ano 2000 foi o suficiente para fazer com que as importações voltassem a crescer no 2º semestre de 2000 e 1º semestre de 2001, fazendo reaparecer os déficits na balança comercial e aumentando a vulnerabilidade brasileira no front externo. A crise Argentina, combinada com a interrupção do longo ciclo de crescimento nos Estados Unidos, fez com que o crescimento da economia mundial fosse de apenas 1,3% em 2001, índice bastante modesto se comparado aos 3,8% de crescimento verificado em 2000. Nem mesmo a queda na taxa de juros da União Européia e dos EUA, durante 2001 (a taxa americana caiu de 6,0% em janeiro para 2% em novembro e a européia de 4,75% para 3,5% no mesmo período), conseguiu reverter a retração destas economias.

No âmbito interno, a crise do setor energético contribuiu para a queda do produto nacional, pois as metas de redução de consumo, impostas pelo governo, obrigou as empresas a reduzirem sua produção, trazendo um choque de oferta para a economia, resultando numa maior pressão sobre os índices de preços e na desaceleração da economia. Isto posto, a única alternativa a disposição do Banco Central brasileiro foi reverter a tendência de queda nas taxas de juros verificada desde 1999 e aumentar a taxa de juros a partir de março de 2001. Ou seja, a partir de 2001, dado os choques externos e internos da economia, encerrou-se o círculo virtuoso iniciado em 2001, com a economia entrando num período de baixo crescimento econômico, aumento da taxa de juros e aumento da relação dívida/PIB.

A relação dívida/PIB merece especial atenção, representando o grande desafio a ser enfrentado pela economia brasileira a partir do fim do regime de bandas cambiais é, com certeza, evitar um aumento explosivo desta relação que, desde o início da década, apresentava clara tendência de queda, como pode ser observado na figura 18. A partir da política de juros altos adotada pelo Banco Central, no início de 1995, começou a apresentar elevação. A figura 19 mostra essa tendência e o súbito aumento na relação dívida/PIB, causada pela desvalorização do real em

1999²⁴, estabilizando-se num patamar superior à 50% do PIB no ano de 2000. Em 2001, os choques internos e externos acabaram provocando um aumento na taxa de juros, aumentando, assim, as despesas com esta rubrica. O serviço desta dívida passou a pressionar as finanças públicas, já que existe a necessidade do governo obter superávits primários cada vez maiores, a fim de evitar um crescimento exponencial da relação.

Atualmente, o superávit primário exigido pelo FMI para 2002 é de 3,75%, o que, no entender da entidade, estabilizaria esta taxa. Outra alternativa seria a retomada do crescimento econômico, que poderia ser possível pela redução das taxas de juros, diminuindo das contas públicas parte do ônus do serviço da dívida. Importante ressaltar o valor da taxa de câmbio nominal, que teria de compatibilizar crescimento econômico e equilíbrio do balanço de pagamentos.

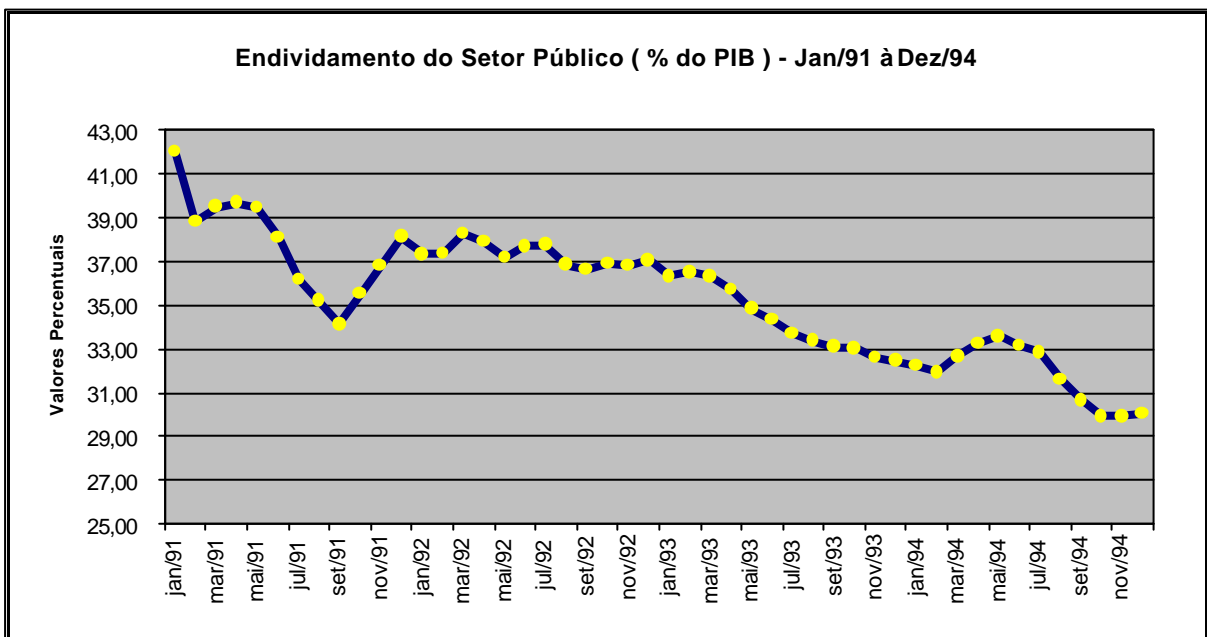


Figura 18 - Endividamento do setor público (% do PIB) – jan/91 à dez/94

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

²⁴ Em dezembro de 1999, 24,2% da dívida mobiliária federal era atrelada ao dólar. Em dezembro de 1994, apenas 8,3% desta dívida era em dólares, conforme dados da Suma Econômica (junho/2002). Em julho de 2002, este percentual já se encontrava em 46% e a dívida pública já havia atingido 61,9% do PIB.

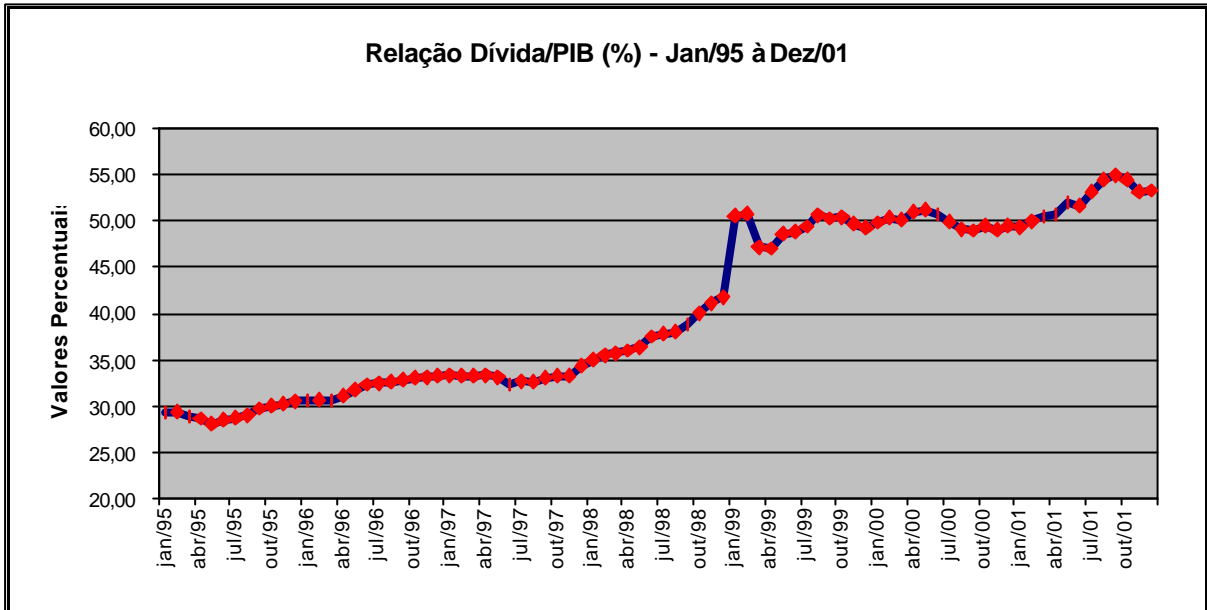


Figura 19 - Relação dívida/PIB (%) – jan/95 à dez/01

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

2.3 O CÁLCULO DA TAXA DE CÂMBIO REAL E EFETIVA

2.3.1 Metodologia

No presente tópico será apresentada uma descrição dos procedimentos analíticos utilizados para o cálculo da taxa de câmbio real, bem como a identificação das fontes e das variáveis analisadas.

2.3.1.1 Métodos de análise

Os procedimentos desenvolvidos para efetuar o cálculo da taxa de câmbio real foram: (i) escolha da função que seria utilizada no cálculo, especificamente a equação 1 deste trabalho; (ii) escolha e coleta dos índices de preços durante período de abrangência dos cálculos; (iii) plotagem do gráfico da taxa de câmbio real a partir dos resultados obtidos.

Os procedimentos desenvolvidos para efetuar o cálculo da taxa de câmbio real efetiva foram: (i) escolha da função que seria utilizada no cálculo, especificamente a equação 1 deste trabalho; (ii) escolha dos países que comporiam a cesta de índices de preços que melhor representariam o ganho ou perda de competitividade no setor externo; (iii) escolha e coleta dos índices de preços no período de abrangência dos

cálculos; (iv) plotagem do gráfico da taxa de câmbio real efetiva a partir dos resultados obtidos.

Os países selecionados e seus respectivos pesos nos índices são: EUA (32,40% das exportações e 46,69% do índice); Argentina (15,80% das exportações e 22,77% do índice); Alemanha (7,20% das exportações e 10,37% do índice); Japão (6,00% das exportações e 8,65% do índice); Reino Unido (4,10% das exportações e 5,91% do índice); França (3,90% das exportações e 5,62% do índice). O total das exportações nacionais representadas no índice de cálculo da taxa efetiva é de 69,40% e compreende a participação destes países na pautas de exportações brasileiras durante o período de 1998/2001, conforme dados do BACEN. A Argentina e os EUA, para fins de cálculo, estão computados no mesmo índice de preços, dado o regime de *currency board* adotado pela Argentina.

2.3.1.2 Fonte de dados e variáveis

O conjunto de dados utilizados no cálculo a posterior análise da taxa de câmbio real e da taxa real efetiva compreende: (i) os índices de preços ao consumidor (IPC-DI), elaborado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV); (ii) os índices de preços no atacado (IPA-DI), fornecidos pela mesma fundação; (iii) os índices de preços correspondentes nos Estados Unidos, Alemanha, Japão, Reino Unido e França; (iv) taxa de câmbio nominal, expressa em R\$/US\$.

O IPC e IPA correspondem ao período compreendido entre o primeiro e o último dia do mês de referência, foram coletados na própria FGV, sob forma de taxa mensal e convertidos em números-índices durante a elaboração dos cálculos. Os dados sobre os índices de preços externos foram coletados no site do Banco Central do Brasil, bem como o valor da taxa de câmbio nominal. A escolha pelos índices de preços da FGV deve-se ao fato de ser o único a apresentar uma taxa de variação dos preços no atacado, onde estão a maioria dos chamados bens *tradeables*. O IPC e o IPA foram coletados entre o 1º e o último dia de cada mês, refletindo, assim, o nível médio de preços de cada mês. Uma vez que a série da taxa de câmbio nominal utilizada reflete a cotação média do câmbio durante o mês, o cálculo não encontrará distorções relacionadas a periodicidade dos índices.

Embora a maneira de efetuar o cálculo das taxas seja a mesma, os índices diferem no que se refere à cesta de bens cujos preços afetam o índice. Segundo dados contidos na Mensagem ao Congresso Nacional 2000, no caso do IPC, apenas 37% de seu índice é composto de bens comercializáveis internacionalmente, enquanto estes bens representam 90% do IPA. Devido a isso, alterações na taxa de câmbio nominal geram reflexos muito mais significativos no caso do IPA, quando comparado com o IPC, conforme mostra a teoria da paridade de poder de compra, onde as hipóteses do preço de um bem *tradeable* em moeda nacional é igual ao valor deste bem em moeda estrangeira multiplicado pela moeda nacional. Outro ponto importante a ressaltar e que vem constando na literatura sobre o assunto, é que existe uma certa defasagem no repasse das desvalorizações nos índices de preços, bem como uma diferença na velocidade deste repasse, conhecido como *pass through*.

2.3.2 Calculando a Taxa de Câmbio Real

O cálculo da taxa de câmbio real foi realizado conforme a equação 1 deste trabalho e representada de forma geral da seguinte maneira:

$$\emptyset = \frac{E \cdot P^*}{P} \quad (1)$$

Onde:

\emptyset = Taxa de Câmbio Real

E = Taxa de câmbio Nominal

P* = Índice de Preços dos EUA

P = Índice de Preços Nacional

A análise compreende o período desde julho de 1994, data de início do Plano Real, até dezembro de 2001 e o objetivo é verificar as fases que marcaram a política cambial nesse período e seu reflexo sobre a economia. De início, pode-se verificar que a data base em julho de 1994 não parece muito distante da taxa de equilíbrio das transações correntes, haja visto que durante o ano de 1993 o déficit foi de apenas US\$ 675 milhões e, de janeiro à junho de 1994, o resultado foi um superávit

de US\$ 1.322 milhões. Partindo da data-base de julho de 1994, a figura 20 mostra a evolução da taxa de câmbio real deflacionada pelos índices IPC e IPA.

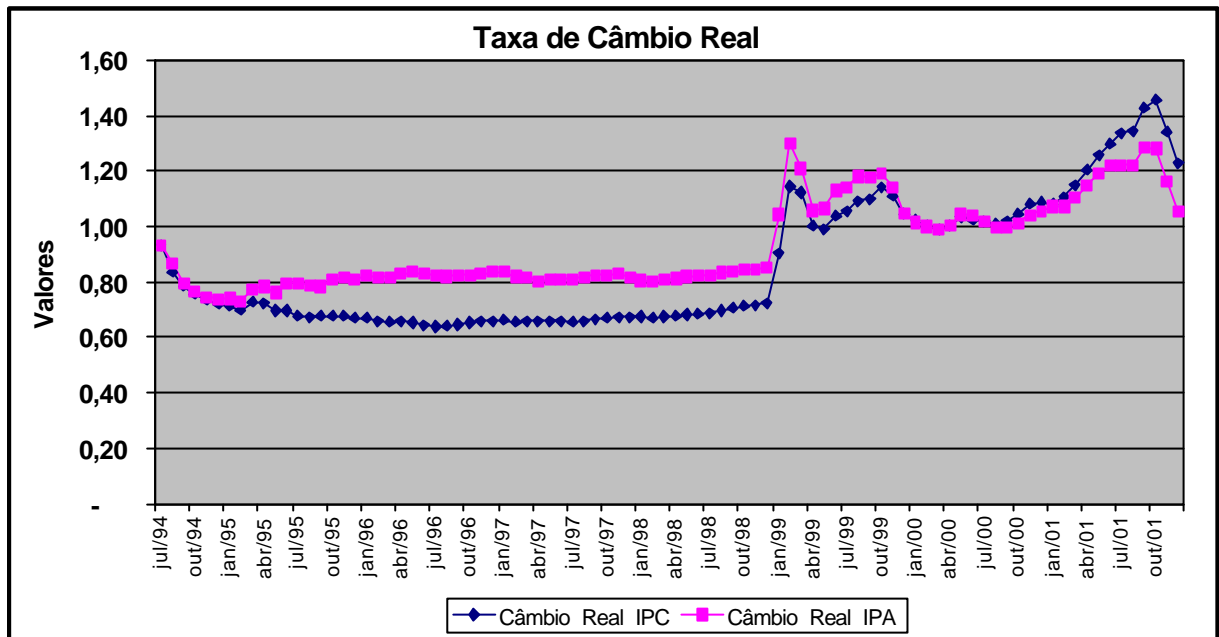


Figura 20 - Taxa de câmbio real – julho/1994 à dez/2001

Fonte: Elaborado pelo autor

Independente do deflator utilizado, a valorização da taxa de câmbio pós-real é evidente. Como já foi esclarecido, esta foi uma política deliberada da equipe econômica no sentido de ancorar os índices de preços a uma moeda sobrevalorizada, dada a previsibilidade da valorização do real frente ao dólar no momento de sua concepção. Observa-se, porém, que esse efeito é distinto ao utilizar-se os diferentes índices de preços. Em dezembro de 1994, a valorização da taxa de câmbio real, quando medida pelo IPC, foi de 17,34% e, quando medida pelo IPA foi de 15,36%. Após março de 1995, o câmbio real deflacionado pelo IPA, começou a distanciar-se daquele medido pelo IPC e este resultado pode ser entendido de duas formas: (i) o repasse defasado do impacto da valorização do câmbio ocorrida entre janeiro e dezembro sobre o preço dos bens importados, tornando-os mais baratos e reduzindo o índice IPA (e o denominador da equação); (ii) o nível dos preços constantes no índice IPC na primeira fase do Plano Real, ainda em níveis muito altos, decorrência do aquecimento da demanda ocasionado pelo fim do processo inflacionário, que elevou a renda real das camadas mais baixas da população. O impacto da valorização do real, combinado ao aquecimento da

demanda, produziu, em novembro de 1994, o primeiro déficit na balança comercial desde janeiro de 1987 e a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada produziu déficits expressivos na balança comercial do país, passando de uma superavitária em 1994 para deficitária em 1995, situação que se manteve até meados do ano 2001. A figura 21 apresenta estes resultados.

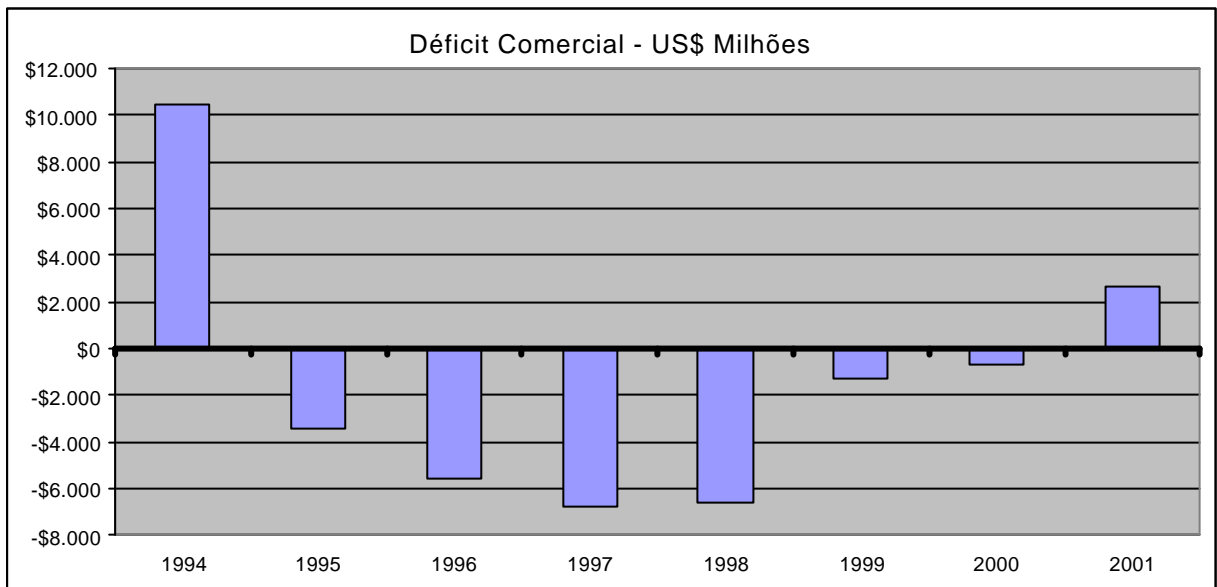


Figura 21 - Déficit comercial – US\$ milhões

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Durante o período 1995-1998, os preços medidos pelo IPC e pelo IPA convergiram para uma taxa próxima, o que, significa dizer que as variações dos preços dos bens não-comercializáveis, que no início do Plano Real eram significativamente mais altos que a variação para bens comercializáveis agora tinham quase a mesma correção, um indício do sucesso de planos de estabilização ancorados na taxa de câmbio, uma vez que os índices dos bens *tradeables* seguem uma trajetória semelhante aos índices de preços externos. Essa convergência está evidenciada na figura 22.

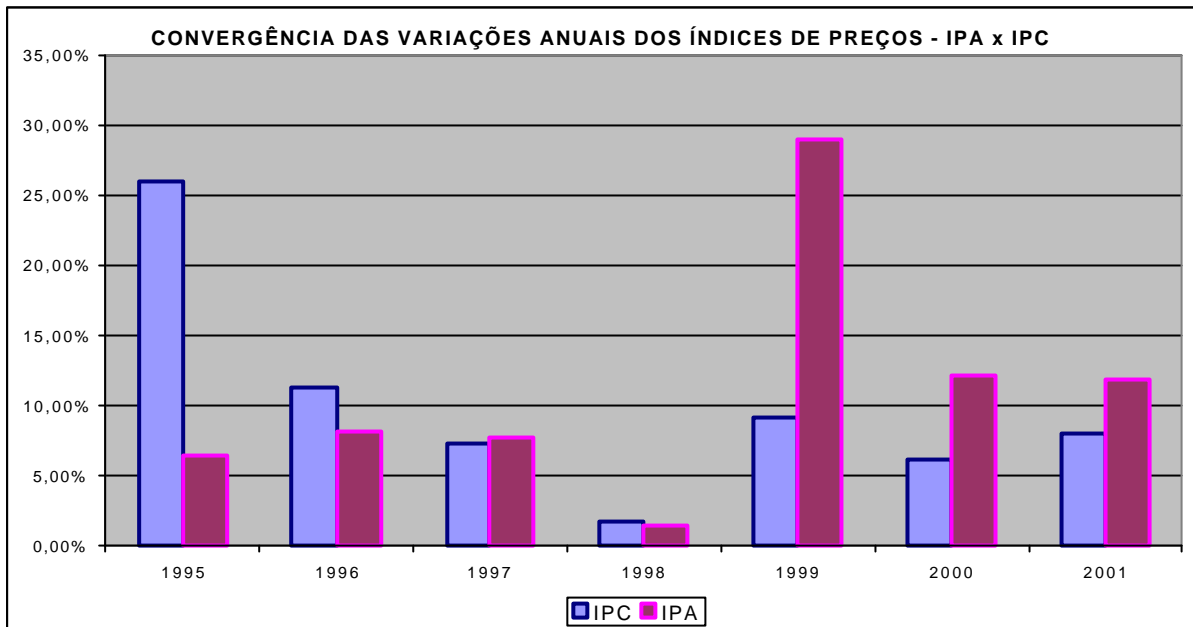


Figura 22 - Convergência das variações anuais dos índices de preços – IPA x IPC

Fonte: FGV (2002)

A Figura 22 mostra que, após o fim do sistema de bandas, a tendência de convergência dos preços acabou, dado que a variação do IPA foi muito maior que a variação do IPC, resultado do aumento dos bens comercializáveis. A tabela 7 mostra as variações percentuais da taxa de câmbio nominal, IPC e IPA.

Tabela 7 - Variação Anual da Taxa de Câmbio, IPC e IPA

	Var. Anual %	Var. Anual %	Var. Anual %
	Câmbio Nominal	IPC	IPA
1995	13,90%	25,34%	7,21%
1996	7,13%	12,60%	6,16%
1997	7,36%	7,10%	8,16%
1998	8,24%	2,15%	0,63%
1999	52,88%	8,56%	29,06%
2000	6,54%	6,19%	12,90%
2001	20,34%	7,85%	12,94%

Fonte: Banco Central do Brasil (2002)

Baseado na tabela 7, pode-se observar que, para uma desvalorização nominal do câmbio em 1999 de 52,88% (acréscimo de 44,64% em relação ao índice anterior), houve um aumento de 8,56% no IPC (acréscimo de 6,41% em relação ao índice anterior) e um aumento de 29,06% no IPA (acréscimo de 28,43% em relação ao índice anterior), ou seja, para cada 1% de desvalorização adicional do câmbio nominal produziu um aumento adicional de 0,1435% no IPC e de 0,6368% no caso do IPA.

Em 2000, embora o mercado cambial tenha permanecido relativamente estável com variação anual um pouco inferior à verificada antes de 1999, o IPA continuou em nível bastante alto, quando comparado o mesmo período. Assim, passado quase dois anos, a maxi-desvalorização de janeiro de 1999 ainda exercia impacto sobre o índice de preços no atacado, seja pelo *pass through* relativamente lento da desvalorização aos preços, seja pela possibilidade que os exportadores, cujas margens durante o período de câmbio sobrevalorizado estavam defasadas. Como os preços das exportações são dados pelo mercado externo, pode-se esperar que, com o passar do tempo, todo o impacto da desvalorização seja absorvido pelo índice de preços no atacado, fazendo com que a taxa real seja constante no longo prazo, devido ao ajustamento dos preços no mercado interno.

2.3.3 Calculando a Taxa de Câmbio Real Efetiva

O cálculo da taxa de câmbio real efetiva foi realizado utilizando a mesma equação do câmbio real:

$$\emptyset = \frac{E \cdot P^*}{P} \quad (1)$$

Onde:

\emptyset = Taxa de Câmbio Real Efetiva

E = Taxa de câmbio Nominal

P* = Índice de Preços representando 70% das exportações brasileiras

P = Índice de Preços Nacional

O câmbio efetivo tem como objetivo apurar o ganho de competitividade do país em relação à seus principais parceiros. Como o cálculo foi feito considerando os principais exportadores do país, conforme relatado no método de análise, o resultado apresenta uma pequena distorção, pois não consegue captar os ganhos de competitividade gerado pela desvalorização em relação aos países importadores, todavia, esses desvios parecem ser inexpressivos. A figura 23 mostra a evolução da taxa de câmbio real efetiva durante o período do Plano Real.

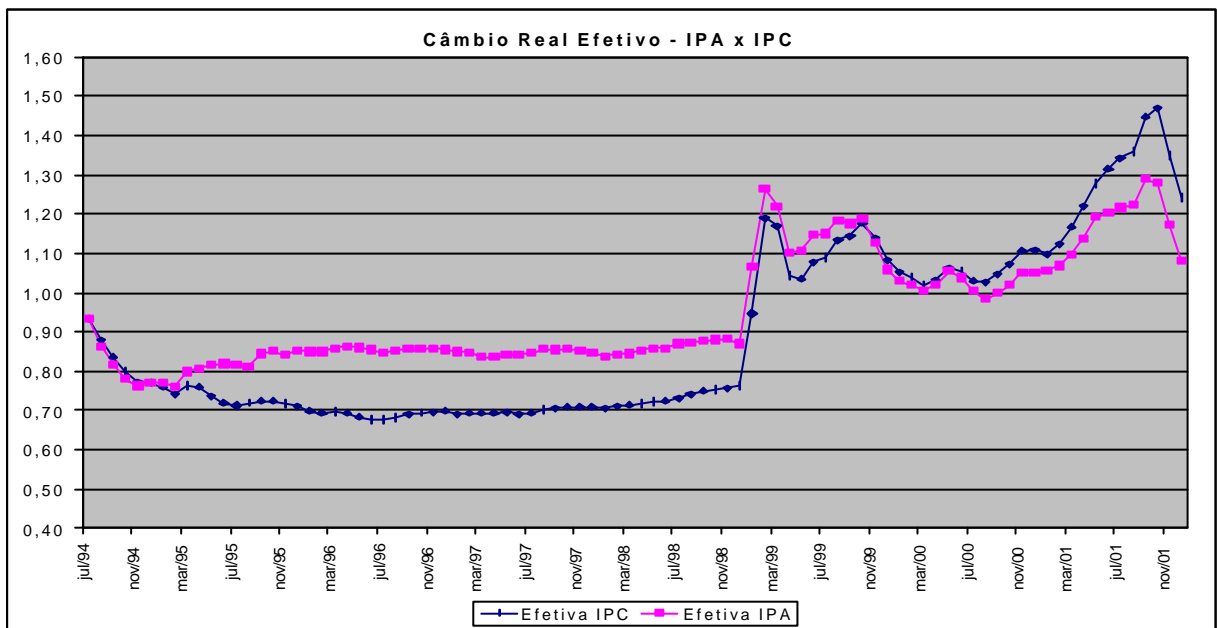


Figura 23 - Taxa de câmbio efetiva real

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se que o comportamento da taxa de câmbio efetiva é similar ao comportamento da taxa de câmbio real, haja vista a estabilidade de preços nos países analisados. Porém, ao observar-se atentamente, constata-se que a taxa de câmbio efetiva sofreu uma valorização menor, quando comparada com a taxa de câmbio real no início do Plano Real, pois o índice de preços médios dos países analisados apresentou uma alta maior que o índice de preços americano, principalmente devido à inflação na Argentina ainda apresentar índices bastante elevados em relação aos demais parceiros. Portanto, a análise do impacto da taxa de câmbio real efetiva sobre a economia brasileira é similar ao feito considerando-se a taxa de câmbio real. A figura 24 mostra a diferença entre as variações cambiais reais.

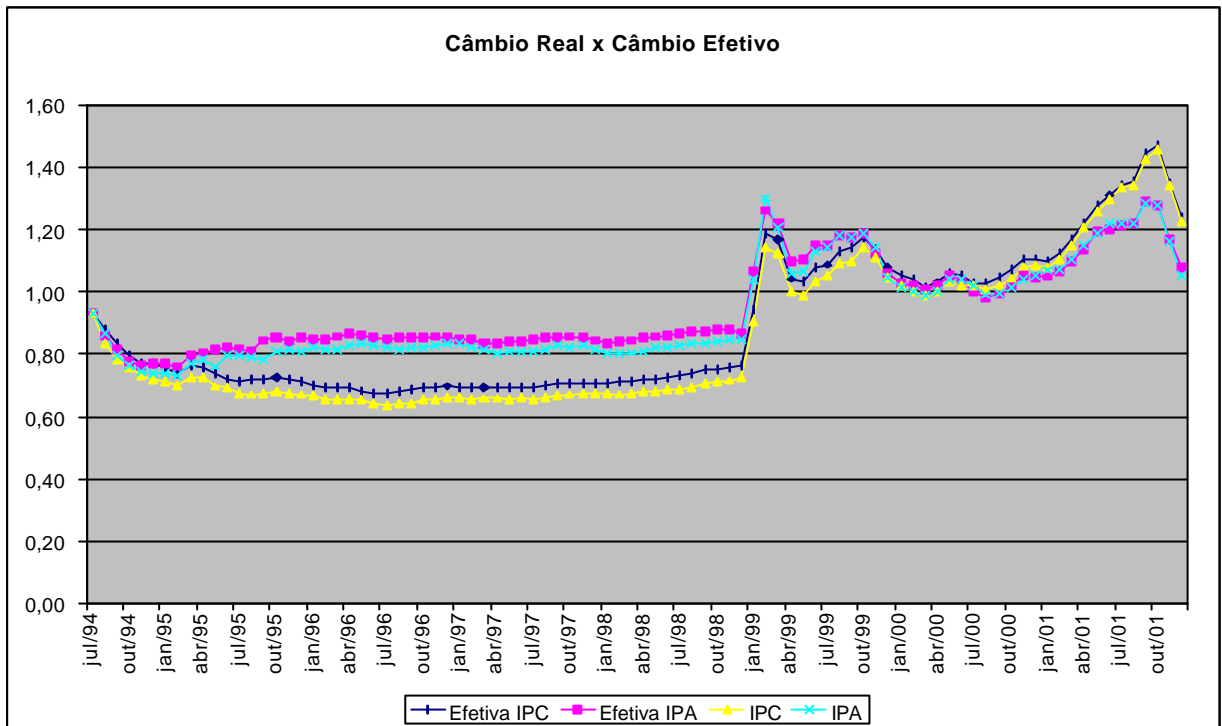


Figura 24 - Taxa de câmbio real x taxa de câmbio efetiva real

Fonte: Elaborado pelo autor

Por fim, a figura 24 mostra que, após a desvalorização, a taxa de câmbio efetiva real e a taxa de câmbio real acabam por convergir para um mesmo valor, independente do índice adotado.

2.4 POLÍTICAS ECONÔMICAS E A TAXA DE CÂMBIO

A seguir será abordado como as políticas macroeconômicas adotadas pelos países afetam o saldo do balanço de pagamentos, utilizando o modelo Mundell-Fleming de uma pequena economia aberta (a taxa de juros interna (i) não afeta o nível das taxas de juros externas (i^*)) para a realização de tal exercício, permitindo analisar, posteriormente, as medidas macroeconômicas adotadas pelos países que sofreram crises financeiras, de modo que possa refletir-se sobre quais destas políticas é mais adequada para enfrentar essas crises. O modelo Mundell-Fleming baseia-se nas hipóteses de preços fixos, inexistência de defasagens (os ajustes ao novo equilíbrio são automáticos), as expectativas são estáticas (os agentes sempre esperam uma perpetuação infinita do presente).

Outra hipótese que é utilizada será a de mobilidade perfeita de capitais (que prevê substituição perfeita entre ativos nacionais e estrangeiros), que, mesmo não

representando a maioria do universo das nações, facilitará a compreensão dos efeitos das políticas sobre a taxa de câmbio. O caso específico das nações sem mobilidade de capital não será abordado, pois as crises cambiais, objeto de estudo deste trabalho, ocorrem principalmente devido à mobilidade de capital, tornando desnecessária sua análise. Por fim, vale ressaltar que os resultados aqui considerados não podem ter seus efeitos esterilizados pelas autoridades monetárias.

O modelo abordado foi extraído de Mankiw (1998) e é composto das seguintes equações básicas:

$$y = c(Y - t) + I(r) + G + NE(e) \quad (32)$$

$$LM = L(r, Y) \quad (33)$$

$$r = r^* \quad (34)$$

Dado o equilíbrio da economia fechada ($IS = LM$) inclui-se a curva de mobilidade de capital no modelo e determina-se a inclinação da LM, segundo a mobilidade de capital. Dado que i é determinada por i^* , tem-se uma curva LM vertical, pois, como a taxa de câmbio não consta na equação da LM, esta determina a renda para qualquer nível de taxa de câmbio. A figura 25 mostra como a LM é determinada pela taxa de juros internacional.

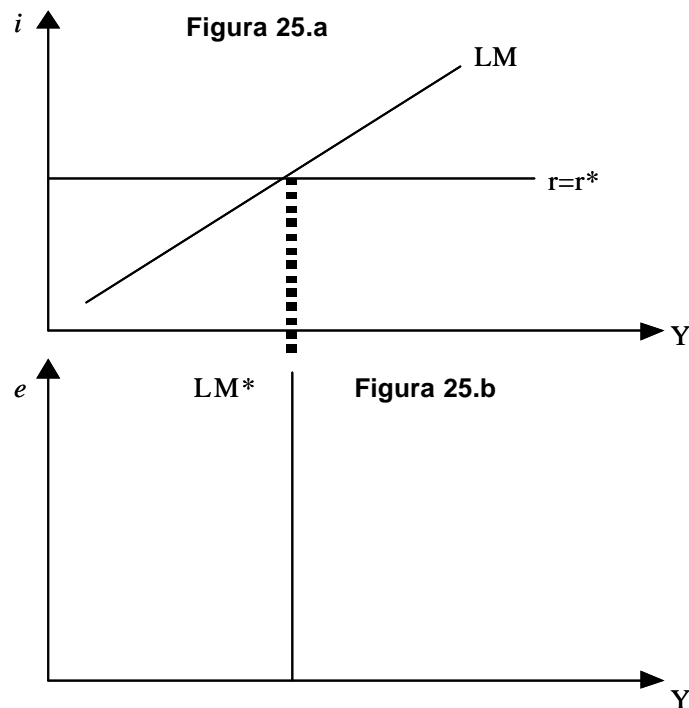


Figura 25 - A determinação da curva LM horizontal pelo nível de renda e taxa de juros

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 25.a mostra a curva LM tradicional, enquanto a curva horizontal representa a perfeita mobilidade de capital. A figura 25.b mostra a curva LM* (LM de equilíbrio) vertical, ou seja, a taxa de juros e a LM determinam o nível da renda, independente da taxa de câmbio. Será preciso uma pequena adaptação do conceito de taxa de câmbio para que seja possível a análise, definindo taxa de câmbio como a **quantidade de moeda estrangeira por unidade de moeda nacional** (a maior parte deste trabalho utilizou o conceito de unidade de moeda nacional por unidade de moeda estrangeira).

Apenas a IS é afetada pela taxa de câmbio, apresentando uma relação negativa entre ambas. Isto ocorre tendo em vista que um aumento na taxa de câmbio e (valorização da moeda nacional) torna os produtos nacionais menos competitivos vis-à-vis o produto externo, quando expressos na mesma unidade de moeda, provocando aumento nas importações e redução das exportações, e, portanto, uma diminuição da demanda agregada. A figura 26 mostra a relação entre a curva IS, a taxa de câmbio e a curva LM.

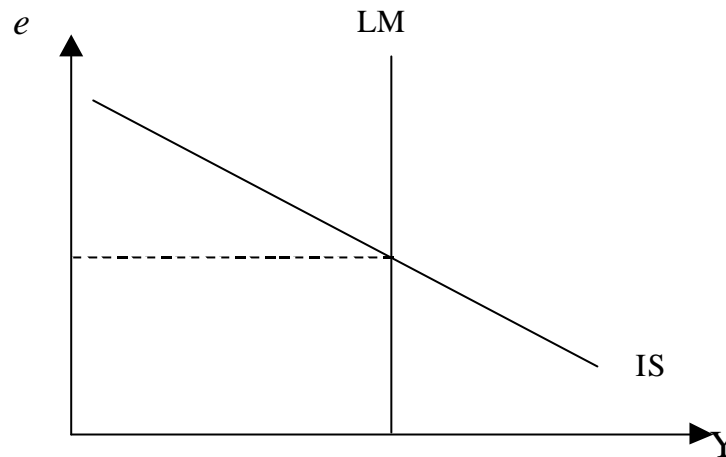


Figura 26 - Condição de Equilíbrio IS-LM com juros constantes

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 26 representa o equilíbrio do mercado de bens IS e do mercado monetário LM, demonstrando o nível de renda e taxa de câmbio de equilíbrio. A partir deste modelo básico, será possível analisar os impactos da política monetária, fiscal e comercial sobre a taxa de câmbio.

2.4.1 Política Fiscal e Taxa de câmbio

2.4.1.1 Conceitos sobre a política fiscal

A política fiscal pode ser definida como o conjunto de dispêndios governamentais (G) e de seu sistema tributário (T). Esse conjunto de dispêndio e tributação é determinado pelo orçamento governamental, que estabelece a maior parte da receita e dos gastos públicos num determinado período. A diferença entre a arrecadação de tributos (T) e gastos do governo (G) são denominados de superávit orçamentário quando $T > G$, e déficit orçamentário quando $G > T$.

Nos anos que se seguiram à Grande Depressão, os governos federais passaram a contribuir para a realização de determinadas metas econômicas. Em geral, a meta da política fiscal deve ser atingir o pleno emprego dos recursos na economia. Se a demanda agregada encontra-se abaixo de um nível de produto e renda onde não há plena utilização dos recursos, uma política fiscal expansionista seria mais adequada. Todavia, se a economia encontra-se a pleno emprego e em expansão, o mais adequado seria uma política fiscal contracionista para não criar um

processo inflacionário em decorrência do aumento dos custos dos fatores. Posto isto, diz-se que a política fiscal é uma importante ferramenta anticíclica²⁵, que permite ao governo aquecer a economia quando está em recessão e freá-la quando a estabilidade de preços encontra-se em perigo.

Sobre essa ciclicidade da economia, é importante ressaltar que os ciclos de negócios têm papel importante na determinação do déficit orçamentário. Nos períodos de recessão, o déficit orçamentário tende a aumentar e, na expansão, diminuir, devido à dois fatores principais: o primeiro é a de que a arrecadação de impostos tende a diminuir em períodos recessivos e aumentar nos períodos de expansão; em segundo lugar é que alguns tipos de gastos do governo, tais como seguro-desemprego, tendem a aumentar em períodos de recessão e diminuir em períodos de expansão.

As receitas do governo têm como principal origem os impostos arrecadados dos demais agentes econômicos²⁶. Geralmente são divididos em três categorias: impostos sobre a renda (para pessoas físicas e jurídicas, incluindo encargos sociais sobre salários); impostos sobre o consumo (imposto sobre vendas); e impostos sobre a propriedade (tributos sobre casas, prédio, terrenos e propriedades agrícolas). Geralmente são classificados em diretos quando são taxados sobre a renda dos indivíduos e das empresas e indiretos quando estes recaem sobre as mercadorias.

As estruturas tributárias são diferentes entre os países. As nações desenvolvidas geralmente optam pelos impostos diretos, enquanto as nações em desenvolvimento costumam obter a maior parte de suas receitas dos impostos indiretos. Estas, geralmente, adotam esta estrutura tributária por ser de aplicação mais simples e receita mais imediata que os impostos sobre a renda. Contudo, esse sistema agrava as desigualdades na renda pelo fato de ser regressivo, ou seja, como sua incidência é sobre consumo e as camadas mais pobres da população utilizam toda a sua renda para essa finalidade, acabam pagando proporcionalmente mais tributos que as classes mais abastadas.

²⁵ Refere-se à teoria dos Ciclos Econômicos. Os ciclos econômicos, em uma economia, são períodos de expansão e contração no nível de renda.

²⁶ Além de impostos, outras fontes de receita do governo são os lucros das empresas estatais. Em muitas nações em desenvolvimento ricas em recursos naturais, o governo detém o monopólio da exploração destes recursos e utiliza essas estatais como meio de consumação desse monopólio.

Os gastos do governo (G) são constituídos pelo conjunto de seus dispêndios. Esses dispêndios consistem em compras e transferências e podem ser divididos em quatro classes: (1) Consumo do governo, que inclui salários pagos pelo governo aos funcionários públicos e o pagamento de despesas de custeio; (2) Investimentos do governo, que inclui gastos com capital tais como portos, esgotos, escolas, hospitais, entre outros; (3) transferências ao setor privado, como pensões de aposentadoria, seguro-desemprego, entre outros gastos sociais; (4) juros sobre a dívida pública. Algumas das transferências ao setor privado funcionam como estabilizadores da economia, tais como o seguro-desemprego, que aumentam em períodos de recessão, evitando um desaquecimento ainda maior da economia.

Estabelecidos os conceitos de tributação e gastos do governo, verificar-se-á como o governo afeta a poupança nacional. A poupança de uma economia (S) nada mais é que a soma das poupanças públicas (Sg) e privadas (Sp). Quando o governo obtém superávit em seu orçamento, ele contribui para o aumento da poupança nacional. Esse aumento da poupança tem reflexo sobre as taxas de juros, pois o setor privado contará com um maior volume de recursos para o financiamento de seus investimentos. Por outro lado, se os dispêndios do governo excedem à tributação tem-se uma despoupança do governo, ou seja, o governo retira poupança do setor privado, diminuindo o volume de recursos disponíveis na economia para o financiamento dos investimentos, aumentando assim a taxa de juros.

Esse aumento dos juros somente acontecerá se o governo, para financiar seu déficit, tomar empréstimos do setor privado através da venda de títulos do governo. Nesse caso, a base monetária permanece inalterada, pois o governo toma emprestado ao setor privado e depois devolve esse volume de recursos ao mesmo setor. Essa política de financiamento dos dispêndios do governo tem como limitação o endividamento do setor público. À medida que o governo vai aumentando, esse endividamento, passa a pagar mais serviços de juros sobre essa dívida, acarretando um círculo vicioso onde um endividamento maior gera uma maior despesa com juros que, por sua vez, aumenta o déficit, aumentando a relação dívida/PIB. Num cenário ainda pior, pode-se imaginar que a crise de confiança dos demais agentes econômicos, em função do risco apresentado pelo financiamento ao governo aumentará ainda mais a taxa de juros.

Caso o governo decida financiar seu déficit através do Banco Central, aumentará a base monetária. Isso porque o Banco Central, ao comprar parte da dívida do governo, emite um cheque para pagamento. Esse valor é recebido pelo tesouro nacional e distribuído ao setor privado na forma de pagamentos, fazendo com que este passe a deter maior volume de base monetária. Essa política de financiamento traz como consequência perversa um efeito inflacionário.

2.4.1.2 Efeitos da política fiscal sobre a taxa de câmbio

A política fiscal tem dois efeitos distintos sobre o balanço de pagamentos e por transmissão sobre a taxa de câmbio, quando afeta tanto a demanda agregada quanto a taxa de juros.

O governo afeta a demanda agregada através de seus gastos, comprando bens e serviços no mercado, aumentando, assim, a renda. Como as importações são função direta da renda, um aumento desta acarreta, necessariamente, um aumento no volume de importações, piorando o saldo do balanço de pagamentos. Ao mesmo tempo, o dispêndio do governo tem influência na poupança do país, afetando diretamente a taxa de juros interna.

Conforme demonstrado através dos modelos de determinação da taxa de câmbio no curto prazo, os fluxos de capitais tem relação direta com a taxa de arbitragem, que é a diferença entre a taxa de juros interna e externa. Se o objetivo do governo for aumentar a demanda agregada e, partindo da hipótese de que o orçamento encontra-se em equilíbrio, um aumento dos gastos do governo acarretará um déficit em suas contas que, por sua vez, consumirão parte da poupança privada (levando-se em conta de que um dos principais objetivos das políticas macroeconômicas seja a estabilidade da moeda e que o governo não financiará seus déficits tomando recursos do Banco Central). Com a diminuição da poupança privada haverá menos recursos disponíveis para investimentos e as taxas de juros tenderão a elevar-se, aumentando a taxa de arbitragem e a entrada de capitais, melhorando o saldo da conta de capital. A política cambial reflete-se na maneira como o governo influencia as contas externas, como será descrito a seguir.

2.4.1.2.1 O caso da taxa cambial fixa

Supondo uma política expansionista dos gastos do governo, esta provocará um deslocamento da IS para a direita, acarretando aumento na renda e na taxa de juros. O aumento na despesa interna provocará déficit em conta corrente e o aumento da taxa de juros atrairá capital externo. Como a atração de capital externo supera a perda de divisas provocada pelo déficit em conta corrente, tem-se um superávit no balanço de pagamentos. Para manter a taxa de câmbio fixa, o governo compra as divisas excedentes no mercado cambial, aumentando, assim, a oferta monetária, deslocando a LM para a direita até o novo nível de equilíbrio, na mesma taxa de juros inicial.

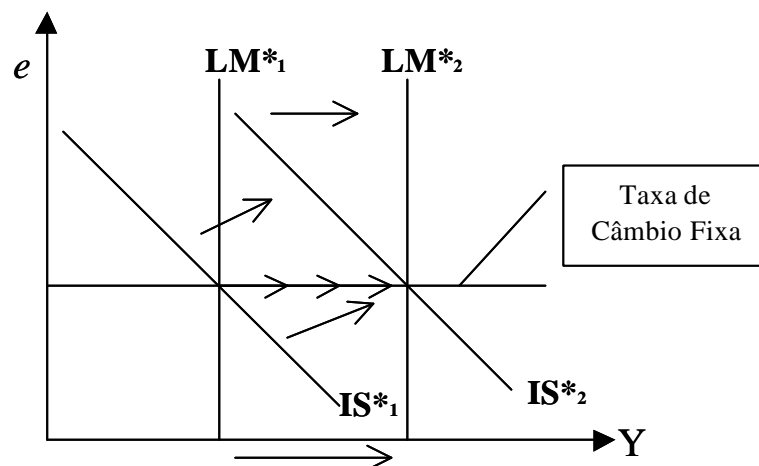


Figura 27 - Política fiscal expansionista com câmbio fixo

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 27 demonstra como a LM se ajustou para manter a taxa de câmbio fixa. Portanto, uma política fiscal expansionista sob o regime cambial fixo provoca aumento da renda através do aumento da oferta monetária.

2.4.1.2.2 O Caso da taxa cambial flutuante

Partindo novamente de uma política expansionista tem-se um deslocamento da IS para a direita, provocado pelo aumento dos gastos internos e provocando um déficit em conta corrente. Esse deslocamento da IS pressionará a taxa de juros para

cima, atraindo capitais externos em valores que superam o déficit em conta corrente, aparecendo novamente superávit no balanço de pagamentos. Porém, desta vez, a LM não se ajustará para manter a paridade, pois a taxa de câmbio é flutuante. Em virtude do aparecimento deste superávit, as divisas excedentes pressionarão a taxa de câmbio a se desvalorizar (valorização da moeda nacional), prejudicando as exportações e incentivando as importações, persistindo este processo até que o efeito da expansão da demanda pelo aumento dos gastos do governo seja compensado pela queda nas exportações líquidas. No final deste processo o governo apenas terá trocado gastos privados (exportações líquidas) por gastos públicos. A figura 28 demonstra o efeito na taxa de câmbio nesse caso.

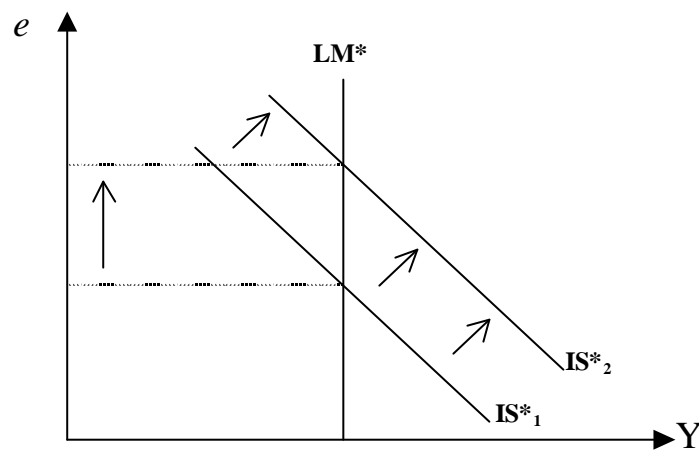


Figura 28 - Política fiscal expansionista com câmbio flutuante

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 28 demonstra como a taxa de câmbio se ajustou para manter o equilíbrio entre o mercado de bens e o mercado monetário. Portanto, uma política fiscal expansionista sob o regime cambial flutuante provoca uma desvalorização cambial (valorização da moeda nacional) e não aumenta a renda da economia.

2.4.2 Política Monetária e Taxa de câmbio

2.4.2.1 Conceitos sobre a política monetária

Por política monetária entende-se o conjunto de medidas tomadas pelo governo no sentido de regular os meios de pagamentos disponíveis de acordo com as necessidades da economia do país. Essa adequação visa atender às necessidades dos agentes econômicos, bem como permitir que os recursos sejam utilizados plenamente e da maneira mais eficiente possível.

Sobre os objetivos da política monetária, Sachs (1998, p.304) acrescenta :

“O interesse básico da política (monetária) é promover a estabilidade e o crescimento econômico com inflação baixa. Com essa finalidade, as taxas de juros e os agregados monetários são alvos intermediários que os responsáveis pela política procuram controlar para influir alvos finais, que são variáveis como produção, emprego e inflação.”

O órgão executor da política monetária é o Banco Central (BC), que pode ser dependente do governo federal, como no caso brasileiro, ou independente, como no caso dos Estados Unidos. O BC é encarregado de emitir moeda, regular o crédito, manter o padrão monetário, além de fiscalizar as instituições financeiras.

Para entender os efeitos da política monetária sobre a economia, deve-se considerar que a oferta de moeda é de fundamental importância para a determinação do Produto Interno Bruto (PIB) e da taxa de inflação. Segundo a visão Keynesiana, variações na oferta de moeda influenciaria as variáveis reais da economia, ou seja, taxa de juros, nível de emprego e produto. Para isso, Keynes supunha rigidez de salários no curto prazo e, portanto, uma variação na oferta de moeda não alteraria o nível de preços, como acreditavam os clássicos.

Portanto, a oferta de moeda é, entre outros fatores, importante para a determinação da taxa de crescimento da economia. Outro fator que merece destaque é a facilidade de obtenção de crédito. Por isso, as autoridades monetárias controlam não só os níveis de emissão de moeda, mas também o volume de moeda criada pelos bancos comerciais, controlando, assim, a liquidez global da economia. A taxa de juros é importante para a definição das condições de crédito da economia e a moeda criada pelos bancos constituem a maior parte da oferta de moeda, daí a importância de seu controle, já que uma política de juros baixos provocaria um

aumento dos empréstimos concedidos às empresas e às famílias. Na hipótese de o Banco Central aumentar a taxa de juros, haveria tanto uma diminuição no volume de empréstimos, reduzindo, assim, o montante de moeda criada pelos bancos, como um aumento da poupança pelas famílias, reduzindo os depósitos em conta corrente.

O Banco Central, através de sua atuação, pode alterar a oferta de moeda. Essa mudança afetará as taxas de juros, com reflexos na taxa de câmbio e nas condições de crédito. Essas alterações irão afetar a demanda agregada, com aumentos ou diminuições no consumo e no investimento, afetando a produção, o emprego, e, portanto, o PIB.

Por outro lado, a taxa de juros também afeta a taxa de câmbio, pois ela alteraria o fluxo de capitais internacionais na economia, já que estes dependem da taxa de arbitragem. Quanto maior for a taxa de arbitragem (taxa de juros interna menos taxa de juros externa), maior será a entrada de capitais no país. Quanto menor for a taxa de arbitragem, maior a saída de capitais.

Sachs (1998) considera que o objeto da política monetária é influir em variáveis como nível de produção, emprego e inflação. Portanto, a política monetária objetiva atuar sobre a atividade econômica da economia, afetando a demanda agregada (gastos com consumo mais investimentos). Se o objetivo for uma redução da demanda agregada, o governo deverá adotar uma política monetária que vise reduzir a quantidade de moeda no mercado, aumentando a taxa de juros, elevando o custo dos empréstimos e reduzindo o montante de crédito disponível. Se a meta da autoridade monetária for o aumento da demanda agregada, as medidas a serem tomadas devem levar a uma elevação na oferta monetária na economia, reduzindo as taxas de juros.

Pastore (1996, p.5), sobre a eficiência da política monetária, relata: “a política monetária tem eficiência quando a contração da oferta de moeda produz a queda da demanda agregada de bens, e seu grau de eficiência é medido pela intensidade na qual ocorre esse efeito.”

Os instrumentos utilizados pelas autoridades monetárias para executar sua política monetária são: reservas compulsórias; operações de redesconto e empréstimos de liquidez; e operações de *open market*.

A) Reservas Compulsórias dos Bancos

Os bancos comerciais guardam uma parcela dos depósitos como reservas e com a finalidade de atender à demanda de moeda em caixa de seus clientes. Em geral, os bancos centrais obrigam os bancos comerciais a guardarem reservas superiores àquelas que a prudência e a experiência dos bancos recomendariam. Essas reservas ficam em poder do Banco Central, depositadas em contas especiais.

As reservas compulsórias são importantes para o controle da oferta de moeda, pois quando o Banco Central aumenta a taxa de depósito compulsório, ele não reduz apenas a liquidez da economia, diminuindo a oferta de moeda, como também reduz a capacidade dos bancos de concederem novos empréstimos.

B) Operações de Redesconto e Empréstimos de Liquidez

Outra forma bastante importante pela qual o Banco Central pode influir na oferta monetária são os empréstimos ao setor privado, sendo uma das mais utilizadas nas economias modernas. A taxa de juros utilizada para a concessão desses empréstimos chama-se de taxa de redesconto.

Os bancos privados utilizam essa opção para dois propósitos: (1) ajustar as suas reservas de dinheiro para o caso destas ficarem abaixo dos níveis exigidos pelo Banco Central; e (2) para conseguirem fundos que possibilitem aos bancos privados a concessão de empréstimos a seus clientes, se as condições de mercado estiverem favoráveis para isso.

Se o Banco Central adota uma política liberal de crédito, oferecendo recursos abundantes a taxas de redesconto favoráveis e com prazos de resgate longos, os bancos obtêm uma fonte acessível de crédito e esses, por sua vez, podem adotar também uma política liberal de crédito para seus clientes, aumentando, dessa forma, a oferta de moeda. Caso o Banco Central eleve suas taxas, diminua o prazo de resgate ou imponha restrições quantitativas formais e informais aos empréstimos bancários, limitando o valor que os bancos privados podem tomar através das operações de redesconto, os bancos comerciais serão obrigados a reduzir o redesconto e aumentar suas reservas, reduzindo seus empréstimos e aumentando suas taxas de juros, tornando os empréstimos dispendiosos e o crédito difícil, diminuindo a oferta de moeda.

C) Operações de *Open-Market*

As operações de *Open-market*, ou de mercado aberto, também são importantes instrumentos da política monetária. Em alguns países, como Estados Unidos e Inglaterra, este instrumento é o mais utilizado pelas autoridades monetárias.

As operações de mercado aberto consistem na compra e venda de títulos governamentais no mercado de capitais com o objetivo de regular a oferta monetária. A compra de instrumentos financeiros pelo Banco Central aumenta a base monetária²⁷, pois o governo compra esses títulos com moeda, que então é colocada em circulação. Por outro lado, a venda de títulos no mercado aberto reduz a base monetária.

O Banco Central paga essas operações com cheque. Esses cheques, ao serem depositados nos bancos comerciais para compensação, fazem aumentar as reservas do sistema bancário. Como os bancos reservam apenas parte desse valor como reserva de encaixe, haverá uma expansão múltipla da moeda bancária.

Um dos motivos pelos quais essa ferramenta é a mais utilizada em vários países desenvolvidos é que seus efeitos sobre a base monetária são previstos com maior exatidão do que os outros instrumentos. Se o governo quer uma expansão da base monetária em determinado valor, ele saberá exatamente qual o volume de títulos que ele deverá comprar no mercado para que sua meta seja atingida. No caso do redesconto, por exemplo, é muito mais difícil prever os efeitos de mudança de política sobre a base monetária.

Em algumas nações, o comércio privado de títulos é insuficiente para tornar as operações de *open-market* possíveis, pois não haveria liquidez suficiente para esses títulos. O mercado de títulos do governo costuma ser pequeno em países de alta inflação ou naqueles em que as pessoas tenham dúvidas na capacidade do governo em pagar suas dívidas. Nesse caso, a população exige um prêmio de juros muito elevado para compensar os riscos.

²⁷ É importante diferenciar base monetária de oferta monetária. A base monetária é composta pelo dinheiro em circulação mais as reservas dos bancos privados em poder do Banco Central, enquanto oferta monetária é composta pelo dinheiro em circulação mais os depósitos à vista em poder dos bancos privados.

Portanto, quando o Banco Central realiza venda de títulos, ele retira do mercado moeda e coloca títulos, resultando numa redução da oferta de moeda e um aumento nas taxas de juros. No caso de compra de títulos, acontece o oposto e os juros reduzem. Em ambos os casos haverá movimentos de capitais, devido à oscilação da taxa de juros.

2.4.2.2 Efeitos da política monetária sobre a taxa de câmbio

A política monetária afeta diretamente a taxa de juros interna e, portanto, a taxa de arbitragem. Os efeitos da atuação do governo sobre a oferta de moeda também diferem em diferentes regimes cambiais, como acontece no caso da política fiscal.

2.4.2.2.1 O Caso da Taxa Cambial Fixa

Supondo uma política monetária expansionista (compra de títulos no *open market*, redução da taxa de redesconto ou diminuição das reservas compulsórias) haverá um deslocamento da LM para a direita e pressionando a taxa de câmbio (quantidade de moeda estrangeira por unidade de moeda nacional) para baixo. Como a taxa de câmbio é fixa, representando um compromisso do governo de comprar ou vender divisas a determinado valor o governo deverá comprar as divisas excedentes, a fim de manter a taxa, contraindo novamente a oferta de moeda e levando a curva LM de volta à sua posição inicial. Assim, a política monetária é ineficaz quando o regime de câmbio é fixo. A figura 29 demonstra este efeito.

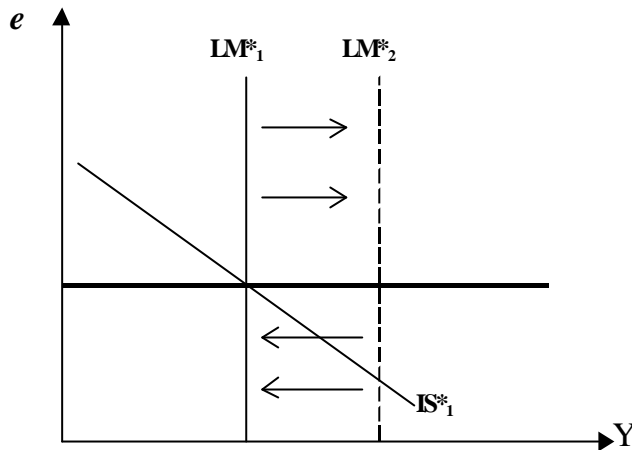


Figura 29 - Política monetária expansionista com câmbio fixo

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 29 demonstra a ineficácia da política monetária sob o regime de câmbio fixo. Sob esse regime cambial é o fluxo de divisas que determina a oferta monetária e não o Banco Central, já que entradas de divisas aumentam a oferta monetária e saída de divisas reduzem a oferta monetária. Deve-se ressaltar que isso só acontecerá caso os desequilíbrios no balanço de pagamentos (que provocam a entrada e a saída de capitais) não sejam esterilizadas²⁸ pelo Banco Central.

2.4.2.2.2 O caso da taxa cambial flutuante

Partindo novamente de uma política expansionista, provocando um deslocamento da LM para a direita devido ao aumento dos saldos monetários, isso provocará uma redução da taxa de juros, aumentando o consumo e o investimento. Essa redução na taxa de juros provoca uma valorização do câmbio (desvalorização da moeda nacional), causada pela saída de capitais provocada pela redução da taxa de arbitragem (essa saída de capitais acaba evitando a queda na taxa de juros, já que numa pequena economia aberta a taxa de juros interna é determinada pela taxa de juros externa). Essa desvalorização da moeda nacional contribui para o aumento

²⁸ Por política de esterilização entende-se a compensação de variações nas reservas através de crédito interno. Por exemplo, se existe uma queda nas reservas, há uma queda na oferta monetária. Se a autoridade monetária adota a política de esterilização, aumentará o crédito interno para compensar a perda.

da renda, tanto pelo aumento das exportações quanto pela redução das importações. A figura 30 representa a política monetária descrita.

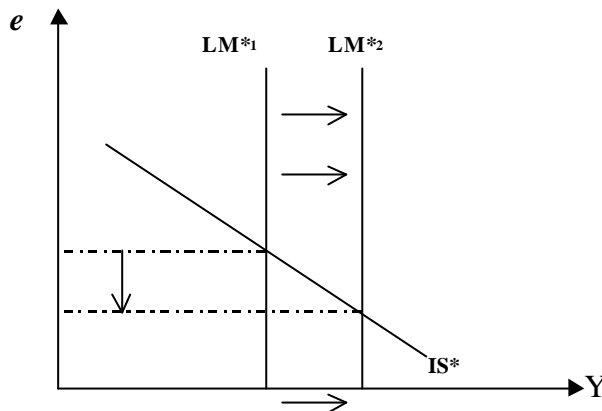


Figura 30 - Política monetária expansionista com câmbio flutuante

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 30 mostra como um aumento da oferta monetária de LM^*_1 para LM^*_2 provoca um aumento da renda e uma desvalorização da taxa de câmbio.

2.4.3 Política Comercial e Taxa de Câmbio

2.4.3.1 Conceitos sobre a política comercial

Um dos pré-conceitos mais aceitos dentro da teoria econômica é de que o livre comércio maximiza a produção mundial e, por conseguinte, o bem-estar das economias. No entanto, a maioria dos países do mundo impõe restrições ao livre comércio mundial e estas tem impacto na demanda agregada, seja no país que adotou a restrição, seja no país que sofreu a restrição. Essas medidas restritivas são conhecidas como políticas comerciais, influem na taxa de câmbio e, em geral, são divididas em barreiras tarifárias e barreiras não tarifárias, sendo que a primeira é a mais utilizada. Além das tarifas, a principal restrição ao comércio são as cotas de importação, instrumento muito utilizado principalmente pelas nações industrializadas, e que constitui-se num típico exemplo de barreira não-tarifária.

A maioria dos livros que tratam das políticas econômicas não aborda a política comercial, sendo que estas análises geralmente são encontradas em livros de

economia internacional no desenvolvimento de modelos de comércio. Porém, como esta afeta a taxa de câmbio, convém abordar seus efeitos.

2.4.3.2 Efeitos da política comercial sobre a taxa de câmbio

A política comercial afeta a taxa de câmbio através da restrição ao comércio. Como restrições comerciais afetam as exportações líquidas, estas afetam diretamente a demanda agregada e, por conseguinte, a curva IS, como demonstrado na equação 32 (variável NE). A seguir observar-se-á como esses efeitos acontecem sob diferentes regimes cambiais.

2.4.3.2.1 O caso da taxa cambial fixa

Supondo uma política comercial restritiva, a redução das importações provocará um aumento das exportações líquidas e, portanto, um deslocamento da IS para a direita. Esse efeito pressionará a taxa de câmbio para cima (valorização da moeda nacional), pois agora há um aumento da oferta de divisas. Como a taxa cambial é fixa, o governo necessita comprar este excedente para evitar a valorização da moeda, deslocando a curva LM para a direita e aumentando a renda. No final deste processo, o aumento da renda foi causado pela restrição ao comércio que, por sua vez, aumentou as exportações líquidas. A figura 31 demonstra esses efeitos.

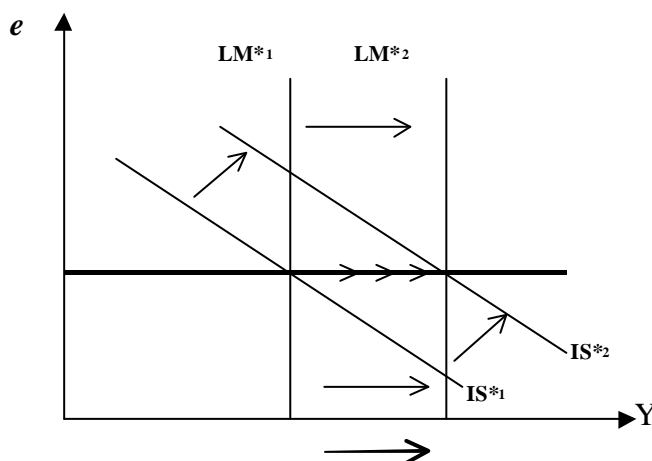


Figura 31 - Política comercial restritiva com câmbio fixo

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 31 mostra o deslocamento da IS, provocado por uma restrição comercial e a indução ao aumento da oferta de moeda, provocado pelo excesso de divisas no mercado, consequência direta destas medidas. Percebe-se novamente a passividade monetária causada pela taxa cambial fixa, pois a LM teve que mover-se para neutralizar os efeitos das restrições comerciais sobre a política cambial.

2.4.3.2.2 O caso da taxa cambial flutuante

Suponha-se novamente uma política comercial restritiva que aumente o valor das exportações líquidas. Novamente há um deslocamento da IS para a direita, provocado por esse aumento. Haverá excesso de moeda estrangeira no mercado de divisas, porém, desta vez, a LM não necessitará mover-se para compensar este efeito, uma vez que a política cambial é flutuante. O câmbio, por sua vez, responde através de uma desvalorização (valorização da moeda nacional) que, por sua vez, reduz exportações e aumenta importações até o ponto em que haja compensação no efeito da restrição comercial. A figura 32 apresenta esse efeito.

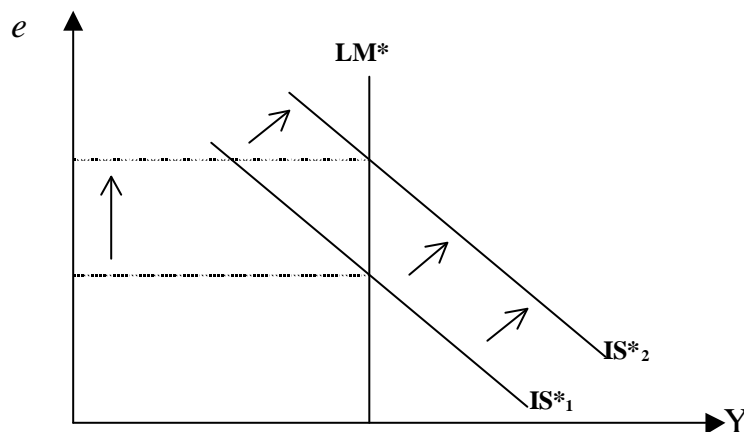


Figura 32 - Política comercial restritiva com câmbio flutuante

Fonte: Mankiw (1998)

A figura 32 mostra o efeito da política comercial sobre o câmbio e a renda no regime cambial flutuante e como este (o câmbio) ajusta-se de forma a compensar o desequilíbrio no balanço de pagamentos, ocasionado por uma restrição comercial. Note-se como este resultado é igual ao da política fiscal expansionista sob regime flutuante, porém, neste caso, apenas se mudará a composição das importações,

enquanto que, no caso da política fiscal, trocou-se gastos privados (exportações) por gastos públicos.

3 AS CRISES CAMBIAIS PELO MUNDO

A literatura econômica é relativamente escassa no que se refere às crises financeiras. Basicamente elas assumem dois perfis: a primeira tenta explicar as crises financeiras pelo chamado risco moral (*moral hazard*) e defende, basicamente, que as crises são consequência do comportamento dos bancos na concessão de empréstimos a projetos nem sempre viáveis, baseados na convicção de que o governo lhes socorrerá em situações de problemas de liquidez.

O segundo grupo denomina as crises financeiras de *crise de iliquidez auto-realizada* e sugere que nem sempre o problema relaciona-se à solvência do sistema bancário, mas a uma questão de fluxo de caixa, ou seja, o passivo de curto prazo torna-se superior ao volume das reservas internacionais. Ao perceberem isso, os investidores teriam um comportamento de manada na tentativa de retirar seus recursos do país antes que as reservas fiquem escassas, antecipando e, até mesmo, causando a crise, numa situação bastante similar à uma corrida bancária.

As crises da década de 1990, desde a mexicana em 1994, passando pelas crises asiática, russa, brasileira e, por fim, argentina aparentemente se enquadram dentro de um dos grupos citados.

3.1 A CRISE MEXICANA

3.1.1 As Causas

Desde meados da década de 1980, o México vinha implementando um programa de estabilização, na tentativa de recuperar-se dos impactos negativos da chamada crise da dívida de 1982, que impôs ao país períodos de recessão e de breve crescimento (variação de -0,6% em 1982, -3,4% em 1983 e -3,1% em 1986 no PIB real e crescimento de 3,4% em 1984 e 2,2% em 1985), além de levar o país à um quadro de alta inflação, com a taxa de inflação medida ao consumidor saltando de 27,9% ao ano, em 1981, para 131,8%, em 1987.

A partir de 1985, o presidente mexicano Miguel de la Madri colocou em prática a abertura da economia mexicana, numa reversão do modelo de substituição das

importações, que impôs ao país um baixo grau de abertura econômica. A abertura econômica abrangeu o corte de tarifas e cotas de importações, a venda de empresas estatais e, ainda, a redução ao controle de capital externo.

Como recompensa, o México conseguiu a renegociação de sua dívida externa, já sob o governo de Salinas de Gortari, além de formar em 1990, juntamente com os Estados Unidos e o Canadá uma zona de livre comércio²⁹ que, imaginava-se, impulsionaria a economia mexicana para uma nova fase de crescimento e desenvolvimento econômico. Isso de fato aconteceu e, entre o período de 1989 e 1994, o México apresentou um crescimento econômico real acumulado de 25,89%, média de 3,91% ao ano que, embora não pudesse ser considerado um “milagre econômico”, estava muito acima das taxas médias de crescimento da maioria dos demais países da América Latina. Esse cenário fez com que o investidor externo, ausente do México desde a crise da dívida, voltasse a acreditar no país e o fluxo de capitais, que em 1988 era de –4495 bilhões de dólares ultrapassou os 101 bilhões de dólares entre os anos 1991-1994. O México porém, não soube aproveitar o fluxo de capital para garantir que os recursos fossem utilizados no aumento da capacidade produtiva e tecnológica do país, para que no futuro a economia mexicana pudesse gerar os recursos necessários para quitar os débitos externos.

Ao invés de utilizar os dólares do exterior para financiar investimentos, o governo mexicano permitiu que estes recursos fossem empregados numa verdadeira orgia de consumo de produtos importados, então muito baratos em virtude do câmbio sobrevalorizado, que fez com que as importações saltassem de 28,08 bilhões de dólares, em 1988, para 79,35 bilhões, em 1994, um crescimento de 182,59% em apenas seis anos, enquanto as exportações cresceram “apenas” 98,36% no período, pouco mais que metade do crescimento das importações. A figura 33 mostra a evolução da formação bruta de capital fixo e de consumo sobre o PIB, no período de 1988 à 1998.

²⁹ A proposta de criação de uma zona de livre comércio da América do Norte (NAFTA) na verdade foi uma iniciativa do governo Salinas na tentativa de tornar a abertura econômica mexicana um processo irreversível, conforme relata Krugman (1999).

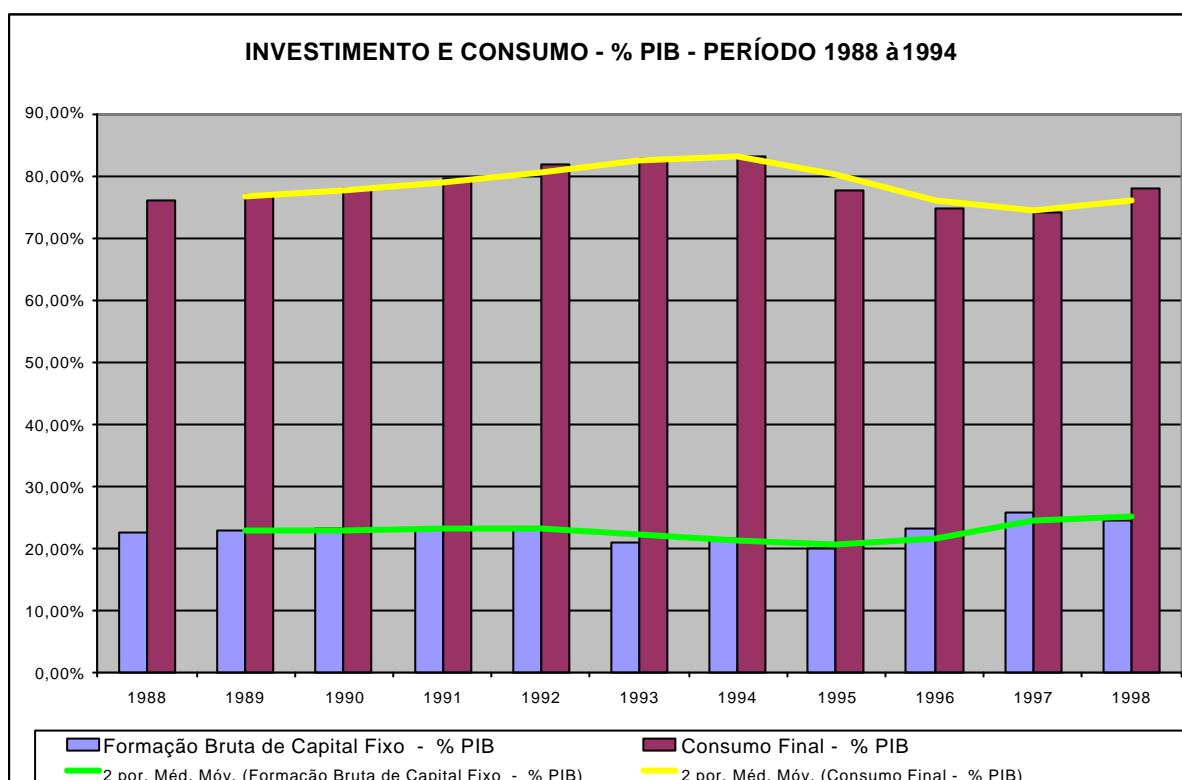


Figura 33 - Investimento e consumo - % PIB – período 1988 à 1994

Fonte: FMI (2001)

A sobrevalorização do peso mexicano, que aumentou os volumes de importação e impulsionou o consumo interno começou em 1989. Neste ano, a taxa de câmbio média foi 2,4615 e em 1994 a taxa de câmbio média foi de 3,3751, um aumento de 37,15% na taxa de câmbio. Neste mesmo período, a inflação mexicana medida pelo IPC foi de 153,15% e a americana de 25,28%. Utilizando-se estes dados, percebe-se a valorização do peso mexicano no período e, partindo-se da hipótese de que a taxa de câmbio real calculada a partir da taxa de inflação dos EUA serve como parâmetro para medir a competitividade externa mexicana, o câmbio teve uma valorização real de mais de 100% (taxa de câmbio real, base 1989 de 0,4949), provocando um cenário de fragilidade externa que pode resumir-se no saldo em conta corrente, que atingiu seu ápice em 1994, com um saldo negativo que representava 7,05 % do PIB (este valor foi calculado a partir do saldo em conta corrente em US\$ e transformado em pesos pela cotação média do dólar em 1994). A figura 34 mostra a deterioração da conta corrente e como esta era financiada pelos capitais externos.

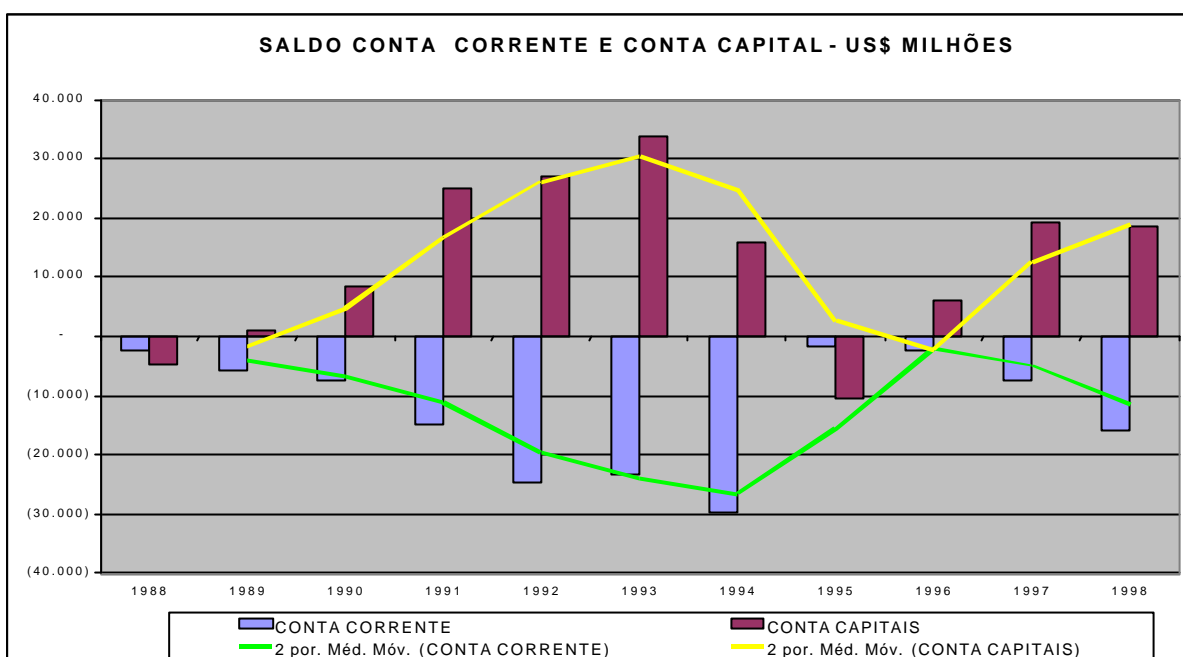


Figura 34 - Saldo conta corrente e conta capital – US\$ milhões

Fonte: FMI (2001)

O ano de 1994 foi complicado para o México no que diz respeito ao cenário político, com a rebelião armada desencadeada no estado de Chiapas e o assassinato de Donald Colosio, candidato do PRI e um reformador indicado por Salinas, favorito a vencer as eleições presidenciais em 1994, causando dúvidas nos investidores externos da estabilidade política do México. Não bastasse isso, os juros nos EUA elevaram-se de 3% ao ano para 4,75% ao ano, revertendo drasticamente o fluxo de capitais para o México. O resultado da combinação de déficit em conta corrente e evasão de capital foi o esvaziamento das reservas externas do país, conforme demonstra a figura 35.

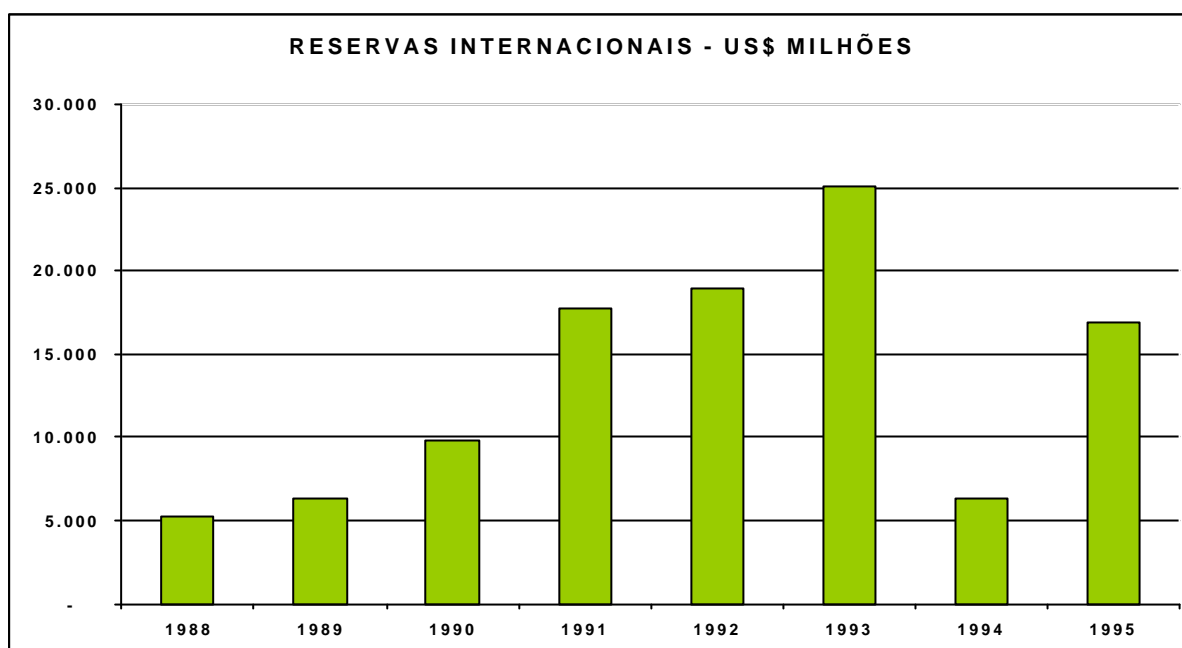


Figura 35 - Reservas internacionais – US\$ milhões

Fonte: FMI (2001)

A figura mostra o baixo nível das reservas mexicanas em 1994, quando estas representaram apenas 5,40 semanas de importações, quando, no ano anterior, representaram 26 semanas de importações.

3.1.2 A Crise e Suas Conseqüências

Em dezembro de 1994, após o governo gastar 75% de suas reservas na defesa do peso mexicano, o governo promoveu uma desvalorização de 15% no peso mexicano. A reação dos investidores foi de pânico, pois achavam a desvalorização insuficiente e apenas um prenúncio de novas desvalorizações logo adiante, além de haver indícios de informações privilegiadas aos empresários mexicanos. Em janeiro de 1995 as reservas mexicanas estavam quase exauridas quando o FMI anunciou um empréstimo de US\$ 17,8 bilhões ao México, suplementando os US\$ 20 bilhões já concedidos pelo governo americano, num pacote de salvamento que totalizou US\$ 48 bilhões. Essa ajuda permitiu ao governo mexicano resgatar US\$ 29 bilhões de dólares em *tesobonos*³⁰, cerca de 40% do total, porém foi insuficiente para evitar que o peso mexicano perdesse metade de seu valor, passando de 3,4426 pesos/dólar, em novembro de 1994, para 6,7019 em

³⁰ Títulos de dívida de curto prazo emitidos pelo governo mexicano.

março de 1995. A figura 36 mostra a evolução da taxa de câmbio entre janeiro de 1994 e dezembro de 1996, abrangendo, assim, o período da crise.

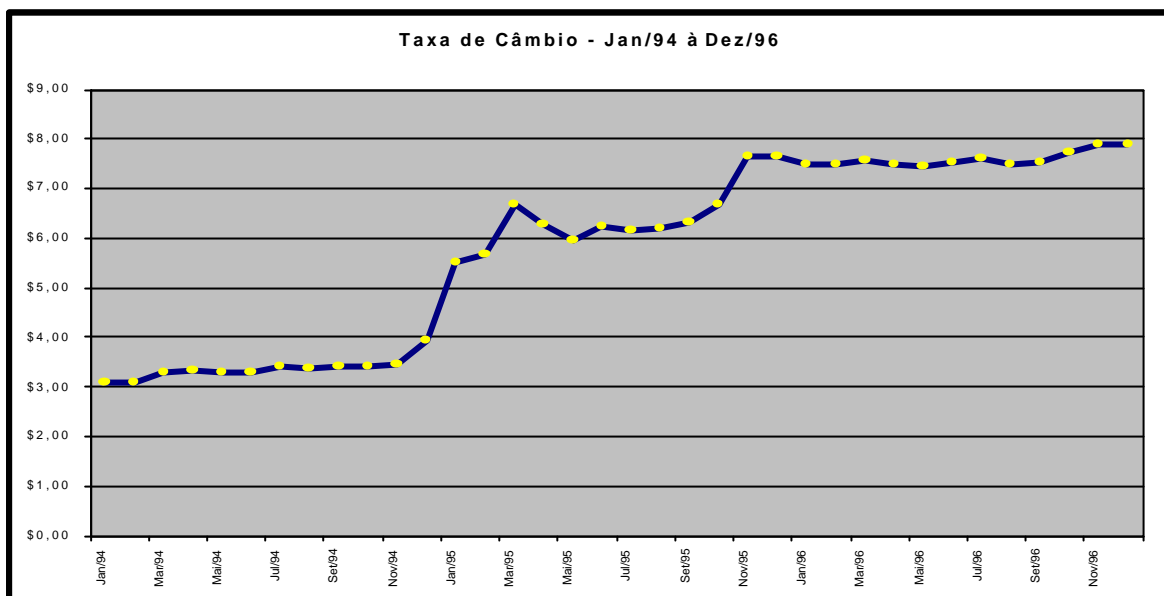


Figura 36 - Taxa de câmbio – jan/94 à dez/96

Fonte: FMI (2001)

Para enfrentar a crise, o governo mexicano apresentou, no início de março, um programa de ajustamento baseado em forte aperto monetário e fiscal, com medidas que combinavam ajustes nas tarifas do governo, redução dos gastos públicos equivalentes a 1,60% do PIB e a elevação do imposto sobre valor adicionado de 10% para 15% com o objetivo de obter um superávit primário de 4,40% do PIB. Além disso, o governo adotou medidas que limitavam a expansão do crédito interno. Essas medidas de caráter eminentemente contracionista, fizeram com que a economia apresentasse forte desaceleração em 1995, com fortes reflexos nos níveis de desemprego. A figura 37 mostra o crescimento da economia e o índice de desemprego mexicano no período.

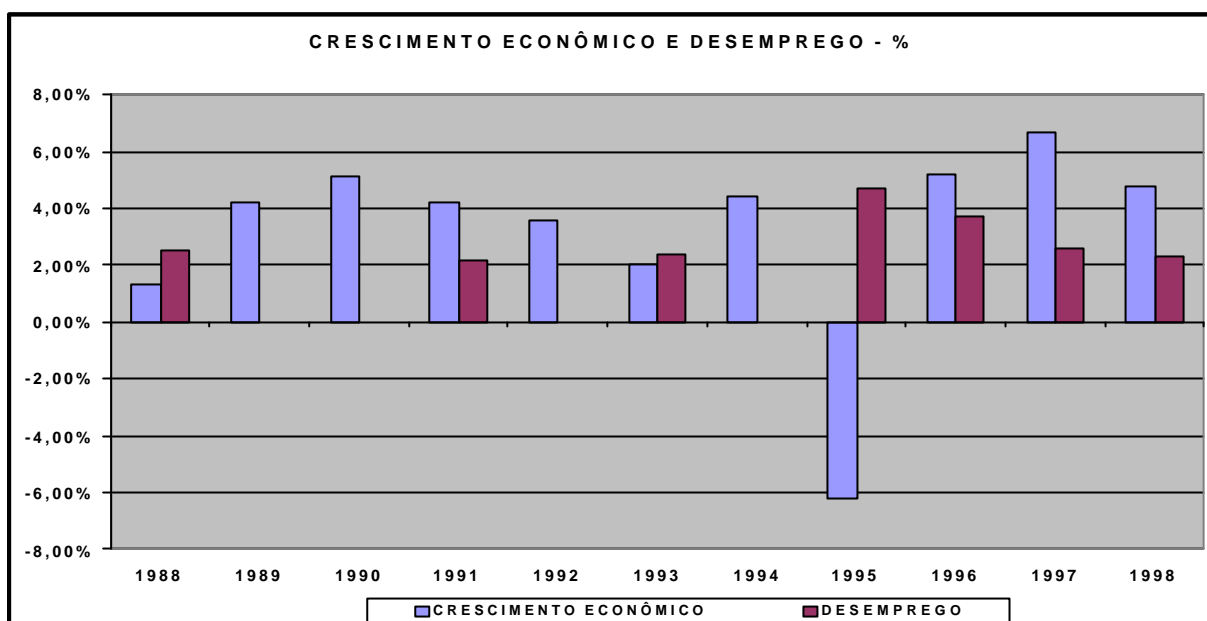


Figura 37 - Crescimento econômico e desemprego - %

Fonte: FMI (2001)

A desvalorização do peso, combinada com a elevação da taxa de juros, fez com que a relação dívida/PIB passasse de 22,47%, em setembro de 1993, para 37,00%, em dezembro de 1995 para, logo em seguida, voltar aos níveis anteriores à crise, ajudada pela redução da taxa de juros a medida que a crise amenizava.

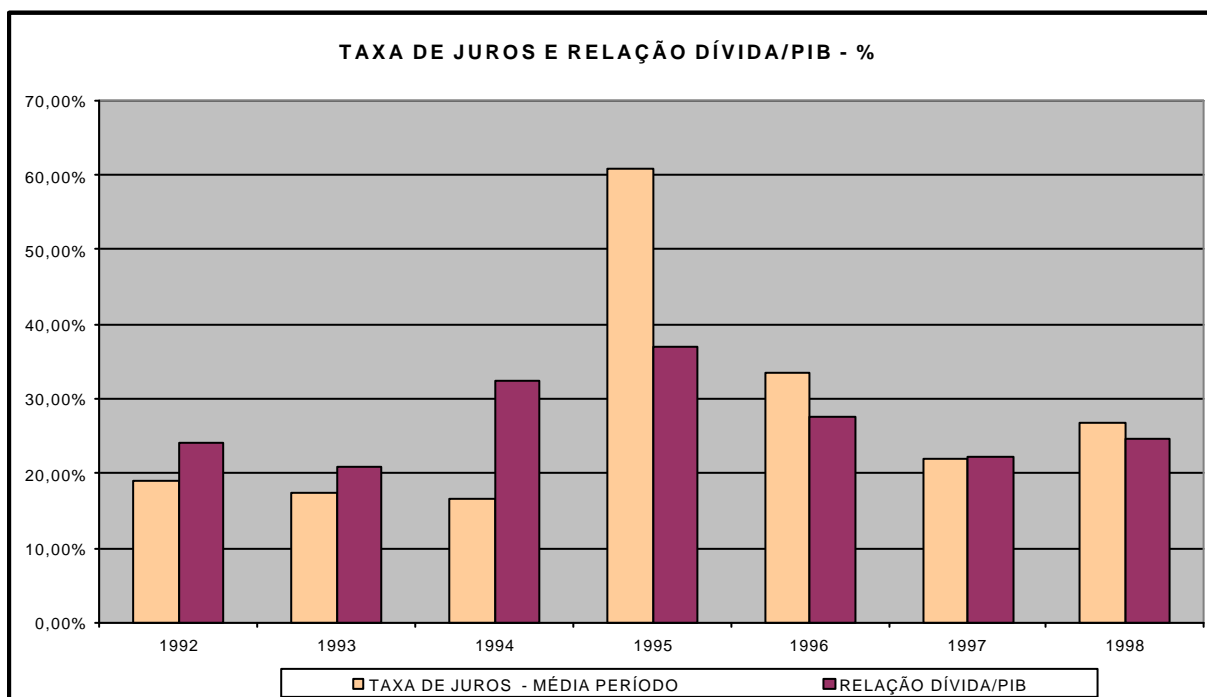


Figura 38 - Taxa de juros e relação dívida/PIB - %

Fonte: Banco del México (2002)

A crise mexicana teve seu final “simbólico” em janeiro de 1997, quando o México reembolsou ao tesouro americano US\$ 12 bilhões, três anos antes do prazo, e o temível contágio acabou não acontecendo, sendo que o país que mais sentiu os efeitos da crise, foi a Argentina, através de seu sistema bancário, sendo que esta foi resolvida logo com um empréstimo de US\$ 12 bilhões do Banco Mundial.

3.1.3 Conclusões

A crise mexicana teve origem na bolha de consumo gerada pelo peso supervalorizado e no conseqüente déficit em conta corrente. O governo mexicano, ao contrário da maioria das economias latino-americanas, obtinha superávits nas contas públicas, conforme dados do FMI, de aproximadamente 0,51% do PIB em 1993 e os níveis de preços estavam caindo desde que a abertura da economia havia começado. Logo, o estopim da crise foi mesmo o déficit em conta corrente, gerado pelo excesso de consumo. O sistema bancário mexicano não sofreu abalo considerável, embora a economia real tenha apresentado uma recessão de 6,20% em 1995 e as medidas do governo foram de ordem ortodoxa, quais sejam, contração do crédito para diminuir as importações, elevação da taxa de juros para manter o capital externo (além de ajudar na contração do consumo) e aperto fiscal para compensar o aumento do serviço da dívida, devido à elevação dos juros. As soluções deram certo e, em 1996, a economia mexicana já crescia 5,20% e 6,70% em 1997. O ajuste do setor externo no triênio 1995-1997 ocorreu através da balança comercial, com o câmbio flutuando para equilibrar o balanço de pagamentos (deve-se chamar atenção para o fato de que, a partir de 1998, o México voltou a incorrer em déficits comerciais). Por fim, em 1997, a taxa de desemprego voltou a níveis próximos anteriores à crise, num sinal de que a crise havia se dissipado. Sobre a ajuda financeira dada pelo FMI e pelos Estados Unidos pode-se dizer que não evitou a derrocada da economia mexicana nem tampouco a desvalorização acentuada do peso, pelo contrário, acelerou este processo a partir de janeiro de 1995, pois permitiu (e garantiu) a qualquer investidor externo que quisesse se retirar do México de que os recursos estariam disponíveis.

3.2 A CRISE ASIÁTICA

Alguns países do leste e do sudeste asiático, particularmente aqueles conhecidos como “Tigres Asiáticos” vêm chamando a atenção do mundo pelas suas taxas de crescimento e duração deste ciclo de crescimento. Países como Coreia do Sul, Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas, acrescidas das cidades-estado de Hong Kong e Singapura experimentaram, ao longo das últimas décadas, um processo de industrialização voltadas às exportações que permitiu que elas saíssem de não da completa pobreza para uma situação econômica mais digna. Porém, Coreia do Sul, Hong Kong e Singapura já fazem parte do rol das nações desenvolvidas, com renda *per capita* e avanços tecnológicos compatíveis às nações mais avançadas do mundo.

A dinâmica do crescimento destas nações parece estar intimamente ligada à grande taxa de formação bruta de capital físico que estas economias vêm experimentando durante todo este processo de desenvolvimento, permitindo que essas criassem condições de aumento da demanda no curto prazo, sem provocar instabilidade nos preços, uma vez que os investimentos garantiriam, no futuro, aumento na capacidade produtiva do país. A figura 39 mostra como este indicador supera as nações desenvolvidas e outras como Brasil, México e Rússia.

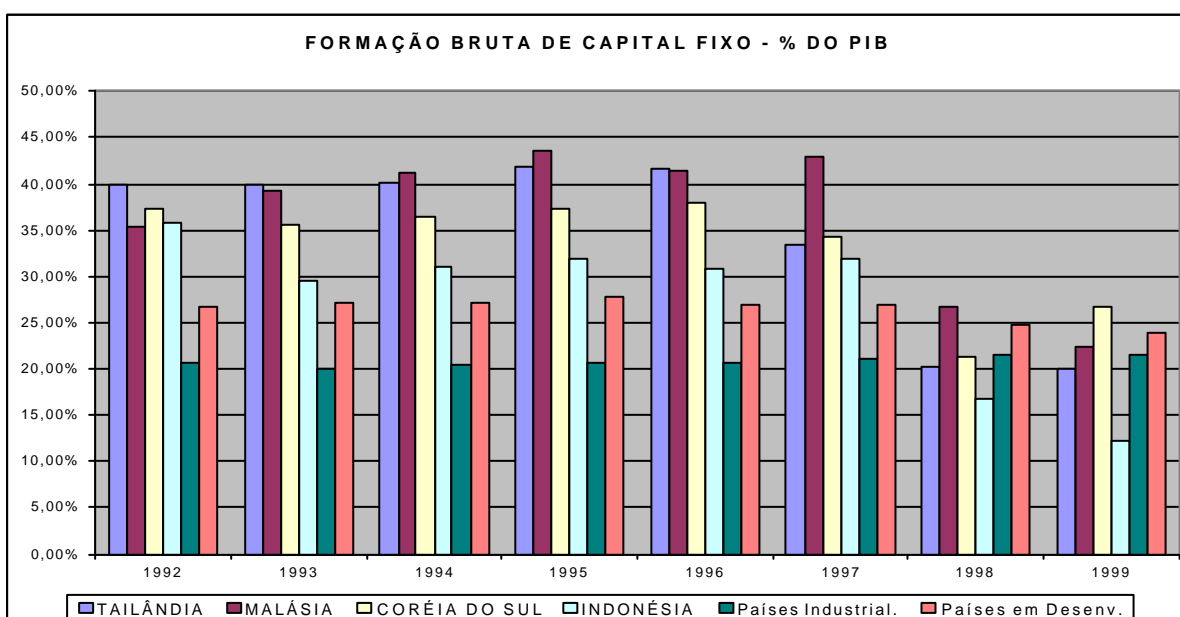


Figura 39 - Formação bruta de capital fixo - % do PIB

Fonte: FMI (2001)

Como pode-se observar pela figura 39, a taxa de investimento das economias asiáticas analisadas pouco antes da crise eram bastante superiores à média apresentada pelos total das nações em desenvolvimento (da qual as próprias nações fazem parte e, portanto, puxam a média para cima) e das nações industrializadas. Embora a figura 39 apresente dados apenas do período 1992-1999, as taxas médias de investimento dessas economias são superiores desde a década de 1970 (casos da Coreia do Sul e da Malásia) e 1980 (casos da Tailândia e Indonésia). Esse fato pode ser observado nos demais países que apresentaram altas taxas de crescimento mas que não estão sendo analisados, como Singapura, Hong Kong e China, onde as taxas de investimento superam, em muito, a média das demais economias (no caso da China, a taxa de investimento sobre o PIB, em 1997, ano da crise, era de 48,20% e de 46,30% no ano seguinte).

Porém, essas taxas de investimento não poderiam ser mantidas sem que houvesse fluxo de capital externo. As taxas de consumo /PIB, embora não fossem elevadas em comparação, por exemplo, ao Brasil (80,90% em 1997) ou ao México (74,20% em 1997) ainda sinalizavam para um nível de poupança insuficiente para financiamento de taxas tão elevadas de investimento. Em 1997, a Coreia do Sul gastava 66,30% de sua renda com consumo, a Malásia 56,20%, a Tailândia 64,80% e a Indonésia 68,50%. Os modelos que tentam explicar a origem das crises (principalmente aqueles relacionados ao risco moral) sugerem que a entrada excessiva de capital e de alavancagem financeira doméstica pode levar os agentes a aplicar os recursos ineficientemente, dada a escassez de oportunidades de investimento com solvência. Daí a bolha imobiliária da Tailândia, o excesso de investimentos coreanos em setores como eletrônica, automóveis e construção naval. Qualquer que seja o motivo do início do pânico dos investidores, quando o fluxo de capitais que financiava o crescimento reverteu, a crise chegou à Ásia.

3.2.1 A Crise e Suas Conseqüências

Em 2 de julho o ministro das finanças da Tailândia, sob orientação do Banco Central da Tailândia (BOT), anunciou que a moeda legal, o bath, passaria de um sistema de bandas, semelhante ao utilizado no Brasil, para um sistema de flutuação administrada. A Tailândia foi o primeiro país asiático a romper a paridade com o

dólar e, logo depois, as demais economias seguiriam o mesmo caminho, com a crise espalhando-se pelos demais países. Assim, em 11 de julho a moeda filipina desvalorizou em 33%, no dia 14 de julho a moeda da Malásia desvalorizou-se em 32% e logo depois seguiram-se desvalorizações das moedas da Indonésia, Cingapura, Coréia do Sul e Taiwan.

3.2.1.1 A crise na Tailândia

O sistema cambial adotado pela Tailândia era de câmbio fixo, com o bath atrelado a um índice composto por algumas moedas, sendo as principais o dólar, o iene e o marco alemão. Este sistema trouxe a credibilidade necessária para que grandes empresas exportadoras, sobretudo oriundas do Japão instalassem fábricas na Tailândia, impulsionando o crescimento econômico. A valorização do dólar em relação ao iene e outras moedas trouxeram problemas à Tailândia, que viu suas importações crescerem de US\$ 48,2 bilhões, em 1994, para US\$ 63,4, bilhões em 1995, enquanto as exportações cresceram apenas US\$ 9 bilhões. O déficit comercial chegava, portanto, a 4,30% e o déficit em transações correntes a 7,45% do PIB.

Os bons indicadores econômicos relativos ao governo e à inflação não indicavam qualquer problema no horizonte próximo. A inflação situava-se ao redor de 5,80% ao ano em 1996 e 5,60% em 1997, enquanto o governo obtinha superávits fiscais da ordem de 3,22% em 1995 e 0,94% em 1996. Assim, a economia não parecia estar com um nível de gastos internos incompatíveis com seu equilíbrio. O único indicador que deveria preocupar as autoridades tailandesas era o déficit em transações correntes, conforme mostra a tabela 8.

Tabela 8 - Saldo das Tansações Correntes e Conta Capital – 1993- 1998

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Transações Correntes	(6.364)	(8.085)	(13.554)	(14.691)	(3.024)	14.048
Conta de Capitais	10.500	12.167	21.909	19.486	(12.506)	(14.110)

FONTE: FMI (2001)

Grande parte dos recursos que financiavam o déficit em conta corrente eram oriundos de empréstimos bancários, conforme mostra o anuário estatístico do FMI. Em 1995, ano em que se registraram os maiores fluxos de capital para a Tailândia os empréstimos dos bancos para a Tailândia, totalizaram US\$ 13.218 bilhões, enquanto os investimentos diretos foram de apenas US\$ 2.068 bilhões, ou seja, no momento em que os agentes externos sentissem qualquer desconfiança quanto à capacidade de pagamento da Tailândia, exigiriam o pagamento de seus empréstimos. Grande parte destes recursos eram destinados ao financiamento do setor privado, tanto no crédito às famílias quanto à empresas. O crédito total da economia passou de 3.537 bilhões de baths em 1993 para 7.698 bilhões em 1997, um crescimento de 117,65%. Desnecessário dizer que essa expansão do crédito deve-se ao afrouxamento da supervisão bancária. Canuto (2001) observa que o relaxamento da regulação bancária e dos controles de capitais ocorreu sem o fortalecimento da supervisão bancária. Muitos destes empréstimos eram canalizados para a especulação imobiliária e havia sinais de que a bolha imobiliária estava preste a estourar, evidenciado pelos altos valores de alguns negócios que estavam sendo anunciados. Essa percepção, somou-se ao aumento dos empréstimos improdutivos (empréstimos com mais de seis meses de atraso). O problema central da crise Tailandesa estava, portanto, mais na forma com que eram aplicados os recursos do exterior do que por qualquer desequilíbrio macroeconômico que este apresentasse.

Quando o bath foi desvalorizado, o valor dos imóveis já havia caído bastante, fruto da interrupção dos fluxos de capitais que haviam deflagrado o crescimento econômico. O volume de empréstimos duvidosos cresceu muito e começou a gerar uma crise de confiança, obrigando as autoridades econômicas a concederem empréstimos da ordem de US\$ 20 bilhões a instituições financeiras debilitadas com a crise. O FMI exigiu que a Tailândia cessasse com esse tipo de ajuda e orientou as autoridades a fornecer garantias a todos os depósitos do sistema financeiro, a fim de evitar o pânico dos depositantes e permitir que o governo fechasse as instituições insolventes. O pacote de ajuda do Fundo à Tailândia não evitou que o bath despencasse de 25,779 (cotação média de junho de 1997) para o valor máximo de 53,8120 em janeiro de 1998 (cotação média), uma desvalorização de 47,90%. A recessão causada pela crise fez a economia real cair 10,20% em 1998, e o

desemprego saltar para de 0,90% para 3,40% da população economicamente ativa, segundo dados do FMI. Porém, em 1999 a economia tailandesa já apresentava sinais de recuperação impulsionada, principalmente, pelo saldo da balança comercial de US\$ 16,24 bilhões e pela queda na taxa de juros para 1,77%, em média no ano de 1999. As principais ações do governo no sentido de debelar a crise dizem respeito a reestruturação do setor bancário, dentre as quais pode-se destacar o suporte de US\$ 24,1 bilhões de dólares a título de liquidez ao sistema financeiro, o fechamento de 58 instituições financeiras insolventes, a garantia sem limite dos depósitos, promulgação de uma moderna lei de falências e incentivo aos acordos voluntários de dívida, inclusive tributários.

3.2.1.2 A crise na Malásia

A crise da Malásia tem vários aspectos similares à Tailândia. Com os mais altos índices de formação bruta de capital fixo da região (na verdade ficou atrás apenas da China e de Hong Kong ao longo da década de 1990), a Malásia atraía capital externo em profusão para financiar esses investimentos, sobretudo no setor imobiliário. Talvez o exemplo mais punjante da bolha especulativa malaia sejam as Torres Gêmeas, um conjunto de duas torres, atualmente, as mais altas do mundo, construídas na capital Kuala Lumpur. Embora esse aspecto deva ser considerado, a Malásia não sofria tanta pressão sobre suas contas externas como, por exemplo, a Tailândia, uma vez que seu déficit em conta corrente foi de apenas 1% do PIB em 1996, amplamente financiados por entradas de capitais. Para ser mais exato, apenas os IED cobriam os déficits em conta corrente, conforme demonstra a tabela 9.

Tabela 9 - Transações Correntes Versus IED

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Transações Correntes	(2.167)	(2.991)	(4.520)	(8.664)	(4.462)	(5.935)	9529
Investimento Externo Direto	5.183	5.006	4.342	4.178	5.078	5.137	2.163

Fonte: FMI (2001)

Os demais indicadores econômicos pareciam indicar um cenário tranquilo, pois a inflação estava em torno de 3,50% e o desemprego era de 2,50% em 1996. O governo vinha apresentando superávits desde 1993. Talvez a única variável macroeconômica que sinalizasse alguma desconfiança em relação aos números da economia malaia era a taxa de juros, que em 1994 foi, em média, de 4,65%, crescendo para 5,78%, 6,98% e 7,61% em 1995, 1996 e 1997 respectivamente. Porém, mesmo estes estavam em níveis muito parecidos às taxas praticadas em 1992.

Assim, pode-se concluir que o efeito contágio foi o principal fator desencadeador da crise na Malásia. De qualquer forma, o sistema bancário sofreu intervenção e a recuperação da Malásia passou pela reestruturação do sistema. Cabe ressaltar que não houve pacote de ajuda do FMI à Malásia. Porém, o que torna a crise malaia um caso especial é que esta foi a única nação a adotar o controle do câmbio como alternativa de enfrentar a crise. Em 1º de setembro de 1998, o primeiro-ministro Mahathir anunciou uma série de medidas que visava frear a especulação, dentre elas a fixação de uma taxa de câmbio fixa para o ringgit de 3,80 por dólar; restrições em relação ao mercado de ações; medidas para reduzir e eliminar aplicações financeiras internacionais em ringgit; restrição à conversão de moeda nacional em dólares para viagens internacionais; imposição de limites de pagamentos a estrangeiros de RM 10.000 (exceção ao pagamento de importações); controle sobre as transferências e operações de valores em contas externas.

Com estas medidas, o governo da Malásia tentava evitar a elevação das taxas de juros a níveis muito altos, colocando a economia real em uma recessão ainda mais devastadora da que iriam enfrentar. Efetivamente, as taxas de juros médias de 1998 e 1999 foram de 8,46% e 3,38% respectivamente. A economia, que teve uma queda de 7,40% em 1998, recuperou-se em 1999 e 2000, com taxas de crescimento de 5,60% e 8,50% respectivamente, impulsionados, principalmente, pelo aumento nos gastos do governo, exemplificado no déficit de 3,17% do PIB em 1999. A taxa de desemprego, no entanto, cresceu de 2,50%, em 1997, para 4,60%, em 1999. A inflação ficou sob controle, com índices de 5,30%, 2,70% e 1,50% em 1998, 1999 e 2000, respectivamente.

3.2.1.3 A crise na Indonésia

A Indonésia possui aspectos que a diferenciam dos demais países asiáticos que sofreram crises. Primeiramente, era governada por um ditador, Suharto, a maioria de sua população era de origem muçulmana, além de possuir a quarta população do mundo com mais de 200 milhões de habitantes, fazendo com que a crise tivesse reflexos sociais mais graves que as demais economias.

A Indonésia apresentou taxas de crescimento bastante elevadas desde a década de 1970, quase sempre com taxa de crescimento que excediam os 6% anuais. Blustein (2001) relata o desenvolvimento econômico indonésio neste período, quando a renda per capita do país alcançou 1.080 dólares, quatro vezes e meia à da Nigéria e três vezes à da Índia, quando, em 1970, a renda per capita da Indonésia era apenas dois terços daquelas apresentadas pela Nigéria e Índia. O autor também relata melhoria nos indicadores sociais de expectativa de vida, número de analfabetos e mortalidade infantil.

O déficit em conta corrente apresentado pela Indonésia de 3,40% do PIB era pequeno quando comparado aos demais países atingidos pela crise, sendo que boa parte deste era financiado por IED. Como as demais economias asiáticas, as taxas de desemprego eram relativamente baixas, ao redor de 4,70% no momento da crise, o governo obtinha superávit fiscal da ordem de 2,22% em 1995 e 1,16% em 1996 e a inflação estava sob controle, ao redor de 6,70% em 1997.

Em julho de 1997, os agentes começaram a se desfazer de rúpias na tentativa de comprar dólares, pressionando a cotação e fazendo com que o Banco da Indonésia ampliasse a faixa de flutuação do câmbio para 12%, quando ainda dispunha de US\$ 20 bilhões de reservas. A manobra não funcionou e, em 14 de agosto, o câmbio passou a flutuar livremente, sob o argumento de não havia motivos para gastar reservas defendendo a rúpia.

Em 1º de novembro o FMI anunciou um pacote de ajuda de US\$ 33 bilhões de dólares com as seguintes medidas: fechamento de 16 bancos privados por insolvência; desmantelamento gradual dos monopólios de importação de trigo, soja e alho; perda de tarifas privilegiadas em setores como o químico; e o fim do cartel do cimento. As medidas, mais do que seus efeitos econômicos, visavam sinalizar ao mercado uma mudança de atitude por, parte do governo, em relação aos setores protegidos por Suharto. O anúncio do fechamento dos bancos, porém, provocou

uma corrida aos bancos em virtude da percepção de que logo viriam outros. Nem mesmo o anúncio de que o governo garantiria depósitos até o limite de 20 milhões de rúpias (ou 5 mil dólares) serviu para inspirar confiança no sistema, visto que o valor era relativamente baixo. Sob ordens de Suharto, o Banco da Indonésia manteve uma linha de financiamento para os bancos em dificuldades, aumentando o valor dos meios de pagamento na economia de 68,79 bilhões de rúpias em 1997, para 87,30 bilhões em 1998 e 114,56 bilhões em 1999, num aumento de 66,55% na oferta monetária. O resultado foi à desvalorização da rúpia entre julho de 1997 e julho de 1998 em mais de 81,92%, inflação de 57,60% em 1998 e queda de 13,10% no nível de atividade da economia. Em 1999, o nível de atividade continuaria em queda, mas desta vez de apenas 0,80% e a inflação continuaria alta, fechando em 20,50% no ano de 1999.

3.2.1.4 A crise na Coreia do Sul

A Coreia do Sul é a maior economia dentre as afetadas pela crise financeira da Ásia. Em 1997, sua população era de 47 milhões de habitantes e a renda per capita era de US\$ 11.400, atrás apenas do Japão. A economia apresentou crescimento médio na década de 1980 de 8,61% e de 1990 até 1997 apresentou 7,57% de média, um desempenho que a colocou entre as maiores taxas de crescimento do mundo. Os índices de preços estavam sob controle, apresentando taxas de 4,5% em 1995, 4,90% em 1996 e 4,40% em 1997.

O governo, por sua vez, obteve superávits consecutivos de 1993 à 1997 ao redor de 0,4% do PIB, em virtude do aumento das receitas geradas pelo crescimento econômico. O único indicador que mostrava algum problema era o déficit em conta corrente, que em 1996 foi de 4,40% do PIB. As taxas de juros situavam-se ao redor de 12,50% ao ano desde 1993, abaixo apenas da taxa da Indonésia (13,96% ao ano).

A taxa de juros alta, aliada à abertura do sistema bancário no início dos anos 90 fez com que os empréstimos dos bancos³¹ passassem de apenas 372 milhões (valores líquidos) em 1993 para US\$ 25,094 bilhões, em 1996. Quando esse fluxo

³¹ Foram considerados os dados constantes na conta Bancos e Outros Setores na análise.

de empréstimos reverteu, o sistema bancário, que havia tomado recursos no exterior no curto prazo e emprestado grande parte destes recursos para os *chaebol*³² a longo prazo para projetos de investimento, começou a enfrentar problemas.

O balanço de pagamentos coreano aponta uma saída líquida de US\$ 13.011 bilhões em 1997 e de US\$ 18.521 bilhões em 1998. A similaridade da crise coreana com a Tailândia e a Indonésia foi, portanto, o excessivo grau de dependência externa a que estava exposto seu sistema bancário e suas empresas. Segundo Cunha (2001), o passivo das corporações coreanas, em 1998, era de US\$ 444 bilhões, enquanto o PIB era de aproximadamente US\$ 523 bilhões. Obviamente, apenas uma parte do passivo das corporações eram externos, mas em 1998 estava vencendo algo em torno de US\$ 115 bilhões em dívidas de curto prazo de empresas coreanas com o exterior, segundo Blustein (2002).

A evasão de capital fez com que as reservas disponíveis caíssem para pouco mais de US\$ 6 bilhões de dólares, em dezembro de 1997, quando o FMI anunciou o pacote de ajuda que totalizava US\$ 60 bilhões (foram anunciados US\$ 55 bilhões, porém outras nações ofereceram recursos adicionais posteriormente). O *won* passou de 921,85 em outubro de 1997 para 1706,8 em janeiro de 1998 (cotação média do mês), uma desvalorização de 46% na moeda. Quando vazou a notícia de que o passivo de curto prazo excedia os US\$ 110 bilhões de dólares e os investidores externos perceberam que o pacote de ajuda do FMI era insuficiente, levando a uma interrupção das linhas de crédito do exterior e a exigência de pagamento da maioria dos empréstimos. Com a resistência do FMI em conceder um novo pacote de ajuda, a solução adotada para evitar a inadimplência da Coreia foi cooptar os credores da Coreia a participar do salvamento, numa operação conhecida como *bail-in*. Os governos dos países que participariam da operação de salvamento induziriam seus bancos, utilizando métodos de persuasão que iam desde o argumento de que era do interesse deles o salvamento da Coreia até a utilização do poder do governo de regulador bancário para sancionar bancos que não cooperassem, a parar de retirar dinheiro da Coreia e refinarciar as dívidas.

As ações do governo coreano para fortalecer o sistema bancário, conforme Cunha (2001), incluíram o fechamento de 117 instituições financeiras não-bancárias,

³² Grandes conglomerados que dominam a economia coreana, das quais fazem parte as cinco grandes (LG, Samsung, Daewoo, SK e Hyundai).

a injeção de US\$ 36 bilhões para capitalizar o sistema bancário (e a conseqüente estatização de alguns bancos como alternativa ao fechamento) mais um suporte de liquidez da ordem de US\$ 23,3 bilhões para evitar a quebra de instituições após a crise, além de estimular fusões e incorporações. No campo econômico, o governo coreano teve pouca margem para elevar as taxas de juros, dado o excessivo endividamento das empresas nacionais.

Em 1998 a taxa de juros era de 15% ao ano, pouco superior a do ano anterior e bem inferior à que o FMI julgava necessário, de 25% ao ano. A decisão impediu uma queda ainda maior da atividade econômica, que foi de 6,70% em 1998. Em dezembro de 2000, o *won* (média do mês) estava cotado a 1.216,19 por dólar, uma desvalorização nominal de 24,20%, bem inferior ao máximo alcançado em janeiro de 1998. Os preços ao consumidor subiram 7,50% em 1998, ou seja, o impacto da crise sobre os preços foi bastante limitado (embora a variação no atacado tenha sido um pouco maior, de 12,20%).

A administração da crise pelo governo coreano vem sendo considerada exemplar, dado que, em 1999, a economia já se encontrava em recuperação, com crescimento de 10,90%. Embora a taxa de crescimento tenha sido até mesmo surpreendente, os preços ao consumidor ficaram apenas em 0,80%, muito abaixo da taxa média da economia na década de 1990. O crescimento foi impulsionado pelas taxas de juros média de apenas 5,01%, bem abaixo dos 12,50% praticados antes da crise. Além do mais, os gastos do governo também impulsionaram a economia, já que este saiu de um superávit de 0,10% do PIB em 1996 para um déficit de 4,64% em 1999. A política fiscal foi utilizada pelo governo coreano para evitar uma queda maior na atividade econômica, pois em 1997, o déficit foi de 0,67% do PIB e, em 1998, foi de 3,82%. A taxa de desemprego, que foi de 9% no início de 1999, caiu para 6,30% no final de 1999. O ajuste do setor externo ocorreu, como era de se esperar, pelo saldo das transações correntes que, em 1998, foi de US\$ 40,37 bilhões e de US\$ 24,48 bilhões em 1999. A taxa de investimento da economia caiu para 21,20% do PIB em 1998, vis-à-vis 34,20% do ano anterior. Em 1999 essa taxa foi de 26,70% e 28,70% nos anos seguintes.

3.2.2 Conclusões da Crise Asiática

A crise asiática teve como traço comum entre os países a debilidade do setor bancário. O processo de desregulamentação bancária e a liberalização do fluxo de capitais na década de 1990, combinada com taxas de juros elevadas (exceção à Malásia), quando comparadas às internacionais e a taxa de câmbio relativamente estável fizeram com que as empresas e os bancos captassem recursos no exterior, confiantes de que o governo lhes asseguraria o valor do câmbio.

Em 1996, o fluxo de capitais para as quatro economias analisadas foi de US\$ 60,58 bilhões e, em 1997, o influxo de capitais foi de US\$ 32,53 bilhões, uma reversão de 93,11 bilhões. O déficit médio em transações correntes das nações analisadas foi de 4,82% sobre o PIB em 1996 e se transformaram em superávit de 10,93% em 1998 (os dados da Malásia não constam na média). O crescimento médio das economias foi de 7,40% em 1999, em contraste com a queda do produto médio de 8,30% no ano anterior. As exportações cresceram 2,80% em dólares no período 1997/1999 enquanto as importações reduziram-se em 21,40% no mesmo período. Em 1996, o setor governamental dos quatro países apresentava superávit de 0,55% do PIB, enquanto em 1999 o déficit foi de 3,75%, ou seja, uma injeção por parte do governo de 4,30% do PIB. A taxa de juros média em 1996 era de 11,70% e, em 1999, a taxa foi de 7,30% (em 1999 apenas a Indonésia apresentava taxas de juros superior à de 1996).

Ou seja, no campo das políticas macroeconômicas, a resposta dos países asiáticos foi expansionista, tanto no campo fiscal quanto da política monetária. Isso evitou uma queda maior da atividade e a retomada do crescimento às taxas anteriores à crise ocorreu de maneira surpreendentemente rápida. No campo das instituições bancárias, todos os países reestruturaram esse setor, conforme relatado em Cunha (2001). Os casos mais dramáticos foram na Indonésia e na Tailândia, onde foram fechadas 124 instituições bancárias e não-bancárias (66 instituições bancárias na Indonésia e 57 instituições não-bancárias na Tailândia), enquanto a Coreia fechou 117 instituições não-bancárias. Os governos também instituíram seguros ilimitados para os depósitos, um dispositivo que garante certo grau de confiança ao sistema, na medida que os agentes confiam no governo e não correm para sacar seu dinheiro dos bancos. Esse mecanismo sequer existia na Malásia, Indonésia e Tailândia. Além do mais, os governos injetaram US\$ 78,30 bilhões no

sistema a título de auxílio de liquidez e mais 84,90 bilhões a título de recapitalização. Vale ressaltar que reestruturação na Malásia foi bem menos drástica que nas demais economias, uma vez que nenhuma instituição bancária ou não-bancária foi fechada e o valor despendido pelo governo para dar solvência ao sistema foi de apenas US\$ 10,80 bilhões.

Esse conjunto de ações dos países asiáticos fez com que a crise, que ameaçava colocar as economias em recessão, fez com que a crise durasse apenas um ano e meio. Dentre essas economias, a recuperação coreana parece ser a mais sólida, dado que todos os indicadores mostram-se favoráveis no período 1999-2000. No que se refere ao pacote de ajuda do FMI para evitar que as economias entrassem em colapso, cabe a observação de que em todos os casos os recursos colocados à disposição se mostraram ineficientes na sua intenção, que era de evitar maiores desvalorizações das moedas nacionais. Em todos os três casos (a Malásia não teve pacote de salvamento), o processo de desvalorização das moedas acentuou-se após o anúncio do plano de salvamento, com os agentes provocando uma verdadeira “corrida ao caixa” na tentativa de se livrar de posições nos países afetados pela crise.

3.3 A CRISE RUSSA

Durante a década de 1990 a economia russa atravessava uma difícil transição da economia centralizada para a economia de mercado. Um pequeno grupo de oligarquias, utilizando-se de sua influência política, apropriou-se dos ativos do estado como forma de acumular capital privado num processo que Soros (1999) chamou de “capitalismo de ladrões”. Os oligarcas que tomaram o poder econômico da Rússia não conseguiram organizar o parque industrial do país de forma a tornar a produção russa eficiente, além de não pagar impostos ao governo. Como resultado, o governo russo acumulou déficits públicos da ordem de 4,51%, 6,88% e 6,07% e 4,82% no período de 1995 à 1998.

O setor externo apresentava problemas, pois mesmo que a Rússia acumulasse superávits tanto na balança comercial quanto na balança de serviços, o balanço de capitais apresentava déficits. O motivo era de que os oligarcas não utilizavam as receitas com as exportações para importar máquinas no sentido de

modernizar a economia, por exemplo, mas para remeter essas divisas para o exterior e o resultado dessa evasão foi um déficit no balanço de pagamentos de US\$ 72,34 no período 1994/1998, financiado através de empréstimos do FMI durante a década, entidade que, juntamente com o Banco Mundial, tentava inserir a Rússia na economia de mercado.

Stiglitz (2002) relata a previsibilidade do déficit no balanço de pagamentos, pois dada a usurpação por parte das oligarquias dos ativos do estado, era natural estes suporem que um novo governo pudesse confiscar as propriedades sob o argumento da “ilegitimidade” do processo. A tabela 10 mostra o saldo em conta corrente e na conta de capitais, em bilhões de dólares, neste período.

Tabela 10 - Saldo das Transações Correntes e Balanço de Capitais

	1994	1995	1996	1997	1998
Transações					
Correntes	8.848	8.026	12.450	2.548	1.034
Balanço de Capitais	(27.817)	(16.324)	(29.640)	(9.103)	(22.357)

Fonte: FMI (2001)

Observa-se que a saída de capitais excede o superávit em conta corrente em valores bastante expressivos. De outro lado, o financiamento do déficit do governo ocorria essencialmente através da emissão de títulos públicos de curto prazo (GKO), cuja remuneração chegou à 172% ao ano em 16 de agosto de 1998, véspera da moratória russa. Os bancos russos haviam tomado dinheiro emprestado e repassado ao governo, além de boa parte dos títulos da dívida estarem nas mãos de especuladores. Esses dois componentes potencializaram o problema da Rússia, uma vez que os especuladores estão mais sujeitos ao pânico (e, portanto, ao chamado “comportamento de rebanho”) e, em caso de inadimplência do governo russo, o sistema bancário entraria em colapso.

Em julho de 1998, o FMI anunciou um empréstimo de US\$ 22,60 bilhões de dólares, com o FMI entrando com US\$ 11,2 bilhões, o Banco Mundial com US\$ 6 bilhões e o governo japonês com o restante. Em meados de agosto começaram a aparecer notícias que davam conta do calote de algumas instituições financeiras em relação às suas obrigações e os rumores de colapso do sistema bancário, fruto da

queda do valor dos GKO (os bancos russos tomaram emprestado no exterior para comprar os títulos) chegou ao grande público, o que provocou uma corrida bancária na tentativa de trocar rublos por dólares. Em 17 de agosto a Rússia decretou a moratória de sua dívida (calote no pagamento dos GKO) e a desvalorização do Rublo, que até então tinha sua taxa relativamente estável em relação ao dólar. A cotação média da taxa de câmbio, em agosto de 1998, foi de 6,7495 e em setembro foi de 14,5257, uma desvalorização de 53,53% e em agosto de 1999, um ano após o colapso, a taxa de câmbio era de 24,6970 com desvalorização de 72,67%.

O resultado do calote russo foi uma inflação de 85,70% em 1999, fruto do aumento da oferta monetária causada pelo socorro aos bancos e do aumento do preço dos insumos importados. O governo russo foi obrigado a colocar suas contas em ordem, já que não haviam mais fontes de financiamento, com déficit em 1999 de 1,25% do PIB (bem abaixo, portanto, dos anos anteriores) e superávit de 2,46% em 2000. O saldo da balança comercial aumentou de US\$ 11,071 bilhões em 1998 para US\$ 31,075 bilhões em 1999, um salto de aproximadamente 200%. Os capitais continuaram a sair da Rússia e, em 1999, o balanço de pagamentos apresentou pequeno déficit, para alcançar o superávit em 2000 de US\$ 13,93 bilhões, sobretudo pelo saldo da balança comercial, que neste ano foi de US\$ 55,711 bilhões. A queda no nível de atividade em 1999 situou-se ao redor de 6,35% (calculado com base no GDP baseado na produção, constante no anuário do FMI e deflacionado pela inflação de 1999).

3.3.1 Conclusões da Crise Russa

A crise russa teve um componente central inegável, qual seja, o excessivo endividamento do estado. Incapaz de organizar um sistema tributário que lhe garantisse recursos suficientes para fazer frente aos gastos e refém das oligarquias que haviam tomado para si o poder econômico, o governo russo passou a emitir títulos de curto prazo para o financiamento dessa dívida através de juros extremamente atraentes. Os investidores externos, na certeza de que a Rússia seria resgatada em caso de dificuldades pelos países ricos em virtude de seu vasto arsenal nuclear, aproveitaram o alto rendimento dos títulos russos para elevar seus ganhos. Os déficits no balanço de pagamentos causados pelas remessas de divisas

ao exterior pelos mesmos oligarcas que pilharam o estado tinham de ser financiados constantemente com ajuda do FMI. De qualquer forma, a crise russa parece ter muito mais sentido considerando-se que a transição do comunismo para o socialismo foi feita de forma abrupta e apressada, sem criar os mecanismos básicos para o funcionamento de uma economia de mercado, como por exemplo, um sistema eficiente de arrecadação tributária bem como um sistema judiciário com bases legais para o funcionamento da atividade privada, gerando problemas que viriam, mais tarde, tornar-se de difícil administração e que culminaram com a moratória em 1998.

3.4 A CRISE ARGENTINA

Quando a crise russa eclodiu, os investidores procuraram nas suas carteiras de investimentos em mercados emergentes países que tivessem problemas semelhantes aos apresentados pela Rússia e acabaram encontrando o Brasil e a Argentina, países cujos déficits do governo eram seguidos e crescentes. Quando a crise atingiu o Brasil e provocou a desvalorização da moeda, isso causou efeito imediato na Argentina, dado que o Brasil era responsável por grande parte das exportações argentinas e, agora, a competitividade do produto nacional estava comprometida.

Em 1991 a Argentina implantou o sistema de *currency board* (conselho da moeda) e a inflação que foi de 2.314% no ano anterior caiu para 171,7% em 1991 e para “apenas” 24,9% em 1992. A Argentina passou a obter taxas de crescimento elevadas, após três anos seguidos de recessão média de 3,50%. Após a estabilização da moeda houve um surto de crescimento, e entre 1991 e 1994, a Argentina cresceu em média 8,45% ao ano, quando foi envolvida pela crise mexicana e seu PIB encolheu 4% em 1995, para novamente retomar taxas médias de crescimento de 5,85% no período 1996 à 1998.

A formação bruta de capital fixo passou de 14,6% do PIB em 1991 para 19,6% do PIB em 1993 tornando-se um componente importante do PIB. A Argentina, porém, continuava com elevados níveis de consumo, superior à 80% do PIB (em 1992 atingiu o ponto máximo da década, com consumo equivalente à 84,90% do PIB). Isto equivale dizer que o nível de poupança da Argentina sempre foi baixo e

parte desta escassa poupança era utilizada para financiar déficits consecutivos que o estado acumulava. Entre 1991 e 1995 os déficits eram relativamente pequenos e nunca excederam 0,75% do PIB, mas, a partir de 1996, este quadro começou a mudar e neste ano o déficit foi de 1,92% e nos anos seguintes foram de 1,48%, 1,40% e 2,87% do PIB. Esse dreno da poupança interna fez com que o déficit em conta corrente, que em 1991 era de apenas 0,3% passasse à 4,30% do PIB em 1999, aumentando assim o grau de dependência externa do país.

A sobrevalorização da moeda causada pela implantação do *currency board* e a inflação residual ocorrida nos anos de 1991 e 1992 prejudicou a competitividade externa argentina. No período 1991/1994 o déficit da balança comercial saltou de superávit de US\$ 4,419 bilhões para um déficit de US\$ 4,139 bilhões, uma inversão de US\$ 8,558 bilhões no comércio internacional. Com o lançamento do Plano Real, esta realidade mudou, haja visto a sobrevalorização da moeda brasileira e o súbito ganho de competitividade externa das empresas argentinas e, em 1995, o superávit já alcançava US\$ 2,358 bilhões. Quando houve a desvalorização do real em 1999, os problemas argentinos começaram a agravar.

O principal problema argentino não foi o déficit fiscal que como relação do PIB não é muito elevado, embora seja consenso entre os economistas de que os argentinos deveriam levar mais a sério este problema. O problema nem tampouco eram os déficits sucessivos em conta corrente, que no ano 2000 foram de 3,15% do PIB, abaixo do apresentado pela maioria países que sofreram crises cambiais e plenamente financiados pelo IED, principalmente no período 1995/2000. A tabela 11 mostra a evolução do déficit em transações correntes e o IED.

Tabela 11 - Saldo das Transações Correntes Versus IED

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Transações Correntes	(5.302)	(6.940)	(12.426)	(14.546)	(11.946)	(8.903)
Investimento Externo Direto	5.610	6.949	9.161	7.292	23.929	11.693

Fonte: FMI (2001)

O principal problema argentino era o próprio sistema *currency board* que impedia o Banco Central de emitir pesos. Como o governo não pode utilizar a política monetária, já que esta é estabelecida pelos níveis de reservas e tampouco a política cambial para tirar o país de uma recessão, a única alternativa que resta é a política fiscal que impõe um outro limite, qual seja, o endividamento do governo. Durante o ano 2001, o governo argentino tentou de todas as formas reativar a economia, ao mesmo tempo em que promovia a reestruturação da dívida tanto interna quanto externa. O superministro Cavallo partiu para a renegociação da dívida interna, que permitiu ao governo trocar bônus ao qual pagava 11% de juros ao ano por outros que pagavam no máximo 7%, num total que chegou a US\$ 50 bilhões, incluindo a renegociação da dívida das províncias. A renegociação da dívida externa não chegou a ser realizada, pois o país decretou moratória em dezembro de 2001. Todos estes eventos aconteceram um ano após o FMI anunciar dois pacotes de ajuda, o primeiro em janeiro de 2000 de US\$ 7,4 bilhões e o segundo em dezembro de 2000 de US\$ 39,70 bilhões e em outubro de 2001 o FMI interrompeu a ajuda financeira ao país sob o argumento da inconsistência fiscal.

Essas medidas não impediram os argentinos de iniciarem uma corrida bancária e fuga de capitais. Em novembro de 2001, Cavallo instituiu um limite aos saques dos depositantes de US\$ 250 por semana, o “corralito” que logo após foi modificado para US\$ 1000 ao mês, ao mesmo tempo em que ordenou aos bancos que somente concedessem empréstimos em dólares, adotando essas medidas como último recurso para evitar a quebra do sistema bancário, porém não evitou que o presidente argentino tivesse de decretar feriado bancário a fim de evitar o colapso do sistema.

Após a decretação da moratória da dívida externa, o presidente da Argentina promulgou a lei de emergência econômica que, entre outras medidas, acabava com a conversibilidade após 11 anos de vigência do sistema. O peso, que em dezembro de 2001 valia 1 dólar despencou e em junho de 2002 o câmbio médio foi de 3,62 pesos por dólar, uma desvalorização de 72,37% no período. O PIB argentino, no 1º trimestre, caiu 16,30% em relação ao ano anterior e 13,60% no 2º trimestre. O consumo privado já apresentava um pequeno sinal de recuperação no 2º trimestre, com aumento de 1,50% sobre o mesmo período do ano anterior, interrompendo uma queda de seis trimestres consecutivos nos níveis de consumo. As exportações

criaram 176,9%, enquanto as importações 33,50%, revertendo o quadro de debilidade externa apresentado no início do ano, obtendo superávit externo de US\$ 4,67 bilhões no 2º trimestre e de US\$ 8,43 bilhões no ano, enquanto a conta corrente já apresenta superávit de US\$ 4,195 bilhões no ano, vis à vis um déficit de US\$ 4,392 em 2001. O nível de preços ao consumidor cresceu em 28,40% no 2º trimestre, enquanto os preços no atacado aumentaram 87,90% como resultado das desvalorização. O desenrolar da crise e a eficácia das soluções adotadas ainda carecem de mais tempo para serem verificadas e seus desdobramentos serão objetos da análise dos economistas nos próximos anos.

CONCLUSÃO

No cenário econômico atual, o câmbio é o preço que mais têm despertado interesse e preocupação por parte dos economistas. A volatilidade atual do câmbio não chega a surpreender, pois a experiência do período entre guerras já havia revelado a instabilidade do sistema de câmbio flutuante. O grande problema dentro do novo sistema financeiro internacional (que não é novo, já que data de *Bretton Woods*) é de que parece ser incompatível que alguns países adotem câmbio fixo enquanto outros adotem o câmbio flutuante. Observa-se, no exemplo asiático, quando houve uma desvalorização do iene em relação ao dólar, em meados da década de 1990, as economias da Ásia, que tinham câmbio fixo ao dólar e competiam nos mesmos mercados que o Japão, tal como Coreia do Sul e Singapura, tiveram pressões sobre suas moedas. Pode-se utilizar mais exemplos, como Brasil e Argentina (a desvalorização brasileira pressionou a moeda argentina), China e países da Ásia (a desvalorização da moeda chinesa prejudicou a competitividade das economias da Ásia).

Encontrar o valor da taxa com base nos modelos de determinação do câmbio atualmente existente não é tarefa fácil. Mesmo o modelo de longo prazo (PPP) não encontra consenso entre os economistas, haja visto o número de testes que rejeitaram a PPP como explicação para o comportamento da taxa no longo prazo. No curto prazo, a tarefa ainda é mais árdua, pois, ao considerar o câmbio como um ativo, deve-se considerar a expectativa do agente quanto ao valor da taxa, e expectativas dependem de diversos fatores. Embora todos os modelos façam interligação entre o lado real e o lado monetário (pela hipótese de validade da PPP, dando aos agentes uma noção do valor futuro da taxa de câmbio no longo prazo), estes não conseguem estabelecer o valor do câmbio no curto prazo, o que é perfeitamente plausível, pois se fosse possível saber o valor de determinado ativo com razoável precisão, os agentes iniciariam o movimento na direção apontada pelo evento, por certo, exarcebando o valor indicado pelo modelo. Neste aspecto, o modelo de ultrapassagem de Dornbusch parece ser o que melhor explica o câmbio

no curto prazo, uma vez que prevê o *overshooting* da taxa, fenômeno observado em todas as crises cambiais estudadas neste trabalho.

No que concerne à utilização da âncora cambial para a estabilidade de preços, deve-se lembrar que este modelo não pode durar indefinidamente. Os países que utilizaram esta fórmula para acabar com a inflação experimentaram, nos meses subsequentes, grande fluxo de capitais, redução da inflação (num primeiro momento em taxas muito acima da média das nações industrializadas) e sobrevalorização da moeda. Quando a moeda está sobrevalorizada resta apenas duas saídas ao país para reestabelecer a competitividade com seus respectivos inconvenientes, quais sejam: aumentos de produtividade para adequar os custos internos aos custos externos ou esperar que uma deflação coloque os preços internos ao nível dos preços externos. O problema do ganho de produtividade é de que este é lento demais para garantir resultados num curto espaço de tempo (vale lembrar que mão-de-obra não é o único fator de produção que compõe os custos, porém os ganhos de produtividade geralmente são medidos sobre a mão-de-obra). Quanto à deflação, sabe-se que é sinal de baixo nível de atividade econômica, assim, para atingir-se o equilíbrio externo, deve passar-se por uma recessão (como na Argentina após a desvalorização brasileira) o que, além de politicamente inaceitável, no campo da teoria econômica seus resultados são bastante questionáveis, dado que o baixo nível de atividade econômica traz consigo problemas como déficit fiscal (pela baixa arrecadação), problemas na medição dos ganhos de produtividade (se as empresas estão com capacidade ociosa, por que deveriam melhorar a produtividade?) e aumento do endividamento do governo (combinação de juros altos para atrair capitais com a finalidade de equilibrar a conta corrente e a necessidade de esterilizar os efeitos da entrada em excesso de capitais para manter a taxa fixa).

Os formuladores do Plano Real parecem ter esquecido de determinar até que ponto estariam determinados a sacrificar as finanças públicas para manter a taxa de câmbio fixa. O argumento utilizado pelos dirigentes econômicos parece bastante sensato e, como muitos eventos que acontecem no âmbito econômico, impossível de saber se estão corretos. O argumento é de que se permitissem que a taxa de câmbio flutuasse antes de 1999 a “memória inflacionária” se encarregaria de trazer de volta a instabilidade de preços, jogando por terra tudo o que havia sido conquistado. De qualquer modo, o custo da estabilidade para o país pode ser

medido pelo seu nível de endividamento sobre o PIB, que saltou de 32,83% de julho de 1994 para 50,50% em janeiro de 1999. Com esse nível de endividamento, aumenta-se a necessidade de superávit primário para evitar uma trajetória explosiva da relação dívida/PIB. Ademais, a taxa anual média de crescimento do período 1994/2000 foi de apenas 2,52% contra 3,50% do México na década de 1990 e 6,71% na Argentina durante o período 1991/1998 (após a Argentina experimentou anos seguidos de recessão).

Ou seja, para evitar a inflação, a política econômica optou por uma política de câmbio sobrevalorizado, obrigando a manutenção de altas taxas de juros e baixo nível de atividade econômica, aumentando o endividamento do setor público. Como legado para a sociedade fica uma moeda estável, resistente a choques externos (a reação brasileira à crise foi uma das mais impressionantes, pois além da recessão haver durado apenas dois trimestres, a partir do quarto trimestre de 1999 a economia já apresentava pequeno crescimento) e que conta com a confiança dos agentes econômicos.

No que se refere às crises cambiais, nota-se a fragilidade do sistema de câmbio fixo aos ataques especulativos. Dada a facilidade com que os agentes podem antecipar desvalorizações em situações como déficit público elevado, alto endividamento do governo, déficits elevados e sucessivos em conta corrente, grau de endividamento externo ou endividamento interno atrelado ao dólar e, até mesmo, desvalorizações em nações que competem nos mesmos mercados, a desvalorização da moeda pode ser prevista e, muitas vezes, forçada pelos agentes, numa espécie de “profecia auto-realizável”. Assim, o sistema de câmbio fixo, dada a atual estrutura do sistema monetário internacional, parece ser fonte permanente de instabilidade econômica, principalmente (e ironicamente) nos países em desenvolvimento, que necessitam da confiança dos agentes para implementar políticas macroeconômicas que permitam o crescimento sustentado, bem como a atração de investimentos externos para impulsionar o desenvolvimento. Essa fragilidade do sistema de câmbio fixo ficou evidente nas sucessivas crises cambiais experimentadas desde 1994, com motivações diferentes, mas conseqüências semelhantes, quais sejam, queda na atividade econômica, aumento do desemprego, desvalorização acentuada da moeda e equilíbrio externo sendo atingido através de superávits em conta corrente.

O caso mexicano parece ter sido *sui generis*. Como a motivação da crise cambial foi a bolha de consumo de importados pela população, causado pelo câmbio sobrevalorizado, a solução foi relativamente simples. O governo elevou as taxas de juros para conter o consumo e incentivar o investidor a manter o capital no país; conteve o crédito interno para reduzir o consumo (inclusive produtos importados) e aperto fiscal para compensar a elevação dos juros. O efeito contágio não aconteceu e a única economia que sofreu um abalo mais sério foi a Argentina (outras economias foram atingidas, inclusive o Brasil que adotou o câmbio fixo, porém em menor escala), principalmente pela fragilidade imposta pelo *currency board*, dado a passividade da política monetária ao fluxo de capitais. Assim, quando os capitais começaram a sair da Argentina, a consequência foi um arrocho monetário que empurrou a economia para a recessão. Soluções simples, reação rápida e a economia mexicana experimentou crescimento médio de 5,50% no período 1996 / 2000.

No que se refere ao caso asiático, o evento comum e que parece ter sido a fonte de contágio era uma mistura de sistema bancário frágil e relações estreitas e de favorecimento entre o setor público e setor privado. Em todas as quatro economias analisadas, a fragilidade dos bancos sempre foi o ponto central da análise, até porque essas nações apresentavam superávit fiscal, alto crescimento e baixa inflação, taxas de juros relativamente baixas e estáveis, ou seja, um quadro macroeconômico de relativa tranqüilidade. Porém, a combinação de taxas de juros externas atrativas (as taxas de juros internas eram relativamente baixas, mas ainda bem superiores às dos países desenvolvidos), taxa de câmbio estável (que limita o risco cambial) provocou um aumento do fluxo de capitais para essas economias. O excesso de poupança provocada por essa nova onda de capital externo e a falta de oportunidades de investimentos nos setores mais lucrativos da economia fez com que parte destes recursos fossem canalizados para projetos de viabilidade duvidosa. Talvez o principal exemplo desta seja o Petrona Towers, um prédio de escritórios de 452 metros de altura localizado em Kuala Lumpur, visivelmente incompatível com o tamanho e a importância da economia malaia. As soluções da crise passaram pelo auxílio do FMI (que apenas precipitaram a desvalorização), aumento das taxas de juros e contenção dos gastos do governo, ou seja, medidas da ortodoxia econômica.

A origem da crise russa e seu desfecho parecem ser simples de serem identificadas. O excessivo déficit do governo russo e sua fonte de financiamento em títulos de curto prazo tornaram a percepção de que a crise era inevitável uma unanimidade entre os agentes econômicos (inclusive os fundos de investimentos que financiavam o governo). O colapso da economia russa ocorreu pela absoluta falta de capacidade da sociedade em criar um sistema econômico que contivesse ao menos os princípios básicos de funcionamento um sistema de mercado.

A crise argentina tem origem no sistema adotado pelo país para estabilizar a moeda, o *currency board*, que engessou a política econômica do país, impedindo a adoção de medidas que a tirassem da recessão em que o país mergulhou após a crise cambial brasileira em 1999. Ademais, a incapacidade de encontrar o equilíbrio fiscal (o que pioraria ainda mais a recessão) deixava como única alternativa para a retomada do crescimento o abandono do sistema cambial, o que acabou acontecendo em dezembro de 2001.

A lição que as crises cambiais deixaram são as seguintes: o contágio parece ocorrer pela semelhança dos problemas, pois: a origem da crise mexicana foi a bolha de consumo gerada pelo câmbio sobrevalorizado. Como nenhum outro país encontrava-se nesta situação (a única economia afetada foi a Argentina, porém em virtude do engessamento provocado pelo *currency board*) o contágio foi pouco sentido. Quando a crise estourou na Ásia, logo que verificou-se que o problema Tailandês estava no sistema bancário e na excessiva relação entre governo e alguns grupos econômicos poderosos, as economias que tinham sistemas bancários frágeis e relacionamento pernicioso entre setor público e privado foram atingidas. Por fim, quando a crise atingiu a Rússia e constatou-se o problema do déficit público, nações com déficit público elevado (caso do Brasil) ou nem tanto (caso da Argentina) foram engolfadas pela crise. Outra constatação é de que em todos os casos a desvalorização ocorreu após a ajuda financeira do FMI (exceção da Rússia e da Argentina, que já vinham recebendo recursos, mas não cumpriam as metas do acordo) e que, portanto, os pacotes de socorro mostraram-se ineficazes. Finalmente, a crise mexicana não parece encontrar explicação pela teoria da *crise de iliquidez auto-realizada* nem pela de *risco moral*, mas sim na aplicação errada dos capitais externos que entravam no país.

No tocante à Ásia, parece claro ser o caso da *crise de iliquidez auto-realizada*, uma vez que a maioria do capital externo foi aplicada em projetos de longa maturação e o endividamento externo era de curto prazo. No caso russo, porém, a teoria do *risco moral* ganhou força, uma vez que os agentes tinham condições de prever a inviabilidade do sistema russo, porém preferiram continuar arrecadando os juros excessivamente altos pagos pelo governo russo na esperança de que, em caso de falência, os governos do ocidente auxiliariam a Rússia a sair da situação. Como os fatos demonstraram, os agentes estavam enganados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

A CRISE Mexicana e a Economia da América Latina. Disponível na Internet: <http://www.dieese.org.br/esp/real/cjufev95.html>. Acessado em 19/10/02.

BCB. Banco Central do Brasil. Disponível na Internet: <http://www.bcb.gov.br>. Vários Acessos.

BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia: teoria e política econômica. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BLUSTEIN, Paul. Vexame: os Bastidores do FMI na Crise que Abalou o Sistema Financeiro Mundial. Rio de Janeiro: Record, 2002.

BOLETIM FUNCEX DE COMÉRCIO EXTERIOR. Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior. Rio de Janeiro, ano VI, nº 8, ago. 2002.

BONOMO, Marco; TERRA, Cristina. The Political Economy of Exchange Rate Policy in Brasil: 1964-1997. Research Program on the Political Economy of Exchange Rate Policies in Latin America and Caribbean. The Inter-American Development Bank, 1998.

BRASIL. Mensagem ao Congresso Nacional 1998. Na Abertura da 4ª Sessão Legislativa Ordinária da 50ª Legislatura. II A Evolução da Política Econômica. Disponível na Internet:

http://www.presidencia.gov.br/public_04/COLECAO/98MENS2A.HTM. Acessado em 25/09/02.

BYRNS, Ralph T.; STONE, Gerald T. Macroeconomia. São Paulo: Makron Books, 1995.

CAMDESSUS, Michel. Drawing Lessons from the Mexican Crisis: preventing and resolving financial crises-the role of the IMF. International Monetary Fund – 1995-2002. Disponível na Internet: <http://www.imf.org./external/np/sec/mds/1995/mds9508.htm>. Acessado em 20/10/02.

CANUTO, Otaviano. Crise e recuperação na Ásia. Campinas: Unicamp, 2001.

CARDOSO, Eliana, GOLDFAJN, Ilan. Fluxos de Capital no Brasil: seus determinantes e o efeito dos controles. São Paulo: Conjuntura Econômica, v. 52 fev/98 (Parte II).

CARDOSO, Eliana. A Crise Monetária no Brasil: migrando da âncora cambial para o regime flexível. Revista de Economia Política, v. 21, nº 3 (83), jul./set. 2001.

CARDOSO, Eliana.; GOLDFAJN, Ilan. Fluxos de Capital no Brasil: seus determinantes e o efeito dos controles. São Paulo: Conjuntura Econômica, v. 51, jan/98 (Parte I).

CASTAÑEDA, Jorge. Crise mexicana, o começo do fim. Teoria e Debate, nº 28, mar/abr/mai 1995. Disponível na Internet: http://www.fpabramo.org.br/td/nova_td/td28/td28_internacional.htm. Acessado em 19/10/02.

CAVES, Richard E.; FRANKEL, Jeffrey A.; JONES, Ronald W. Economia Internacional: comércio e transações globais. São Paulo: Saraiva, 2001.

CHENG, Y. W. and LAI, K.S. Long-run Purchasing Power Parity During the Recent Float. Journal of International Economics, 34, 1993

CUNHA, André Moreira. Crise e Recuperação: um balanço do desenvolvimento recente das economias do pacífico asiático. Disponível na Internet: www.ufrgs.br/cpge/anpeccsul2000/textospdf/artigo43.pdf. Acessado em 2002.

DORNBUSCH, Rudiger. Macroeconomia. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

ELLSWORTH, Paul Theodor. A Economia Internacional. São Paulo: Atlas, 1974.

FMI. Fundo Monetário Internacional, 2002.

FERRARI FILHO, Fernando. Do obituário do Plano Real às Condições de Sustentabilidade da Estabilização Econômica. Porto Alegre: FEE, v 27, nº 1, 1999.

_____. Reformas Econômicas e Sustentabilidade do Plano Real. Porto Alegre: FEE, v. 25, nº 2, 1997.

FRIEDMAN, Milton. A Solução passa pelos Mercados. The Wall Street Journal. Disponível na Internet: [file:///C:/Meus documentos/Claudio/DISSERTAÇÃO/CRI.../Milton Friedmann.htm](file:///C:/Meus%20documentos/Claudio/DISSERTAÇÃO/CRI.../Milton%20Friedmann.htm). Acessado em 02/10/02.

FONTES, Rosa; ARBEX, Marcelo A.; SILVA JR, Geraldo. Estabilização Econômica no Brasil: reflexões sobre o Plano Real. Indicadores Econômicos. Porto Alegre: FEE, v. 26, nº 3, 1998.

GARCIA, Álvaro Antônio. A Crise Cambial e seus Desdobramentos. Relações Internacionais. Porto Alegre:1999.

GARCIA, Márcio; OLIVARES, Gino. O Prêmio de Risco da Taxa de Câmbio no Brasil durante o Plano Real. Rio de Janeiro: RBE, 2001. Disponível na Internet: www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Papers/Garcia_Olivares_2001.htm.

GARCIA, Márcio G. P., Uma Eminente Opinião Dissidente sobre o Perigo Iminente. Bogotá. Colômbia. 9 out. 1997. Disponível na Internet: www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Macrometrica!/calvo.pdf. Acessado em 2002.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível na Internet: <http://www.ibge.gov.br>. Vários Acessos, 2002.

INEP. Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais. Disponível na Internet: <http://www.inep.gov.br/estatisticas/numeros/brasil09.htm>. Acessado em 08/02.

INTERNACIONAL FINANCIAL STATISTICS – Yearbook 1996 – International Monetary Found – V / 49

_____. 1997, v. 50.

_____. 1998, v. 51.

_____. 1999, v. 52.

_____. 2000, v. 53.

_____. 2001, v. 54.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Exibição de Série. Disponível na Internet: <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/NSerie>. Vários Acessos.

IPEA. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Taxa de Câmbio Efetiva Real: qual o melhor deflator? Conjuntura on Line. DIMAC/GAC – Grupo de Acompanhamento Conjuntural, ago. 00

KENEN, Peter B. Economia Internacional: teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

KINDLEBERGER, Charles P. Manias, Pânicos e Crashes: um histórico das crises financeiras. Porto Alegre: Ortiz, 1992.

KRUGMAN, Paul R; OBSTFELD, Maurice. Economia Internacional: teoria e política. São Paulo: Makron Books, 1999.

KRUGMAN, Paul. Uma Nova Recessão? O Que Deu Errado? Rio de Janeiro: Campus, 1999.

KUGLER, P.; LENZ, C. Multivariate Co-integration Analysis and the Long-run Validity of PPP. The Review of Economics and Statistics, 75, 1993.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. Crise Argentina: antecedentes, trajetória, alternativa e desdobramentos. Análise Conjuntural. Rio de Janeiro, v.23, nº 7-8, jul./ago. 2001.

MANKIW, N. Gregory. Macroeconomia. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

MARÇAL, Emerson Fernandes; PEREIRA, Pedro Luiz Valls; SANTOS FILHO, Otaviano Canuto dos. Paridade do Poder de Compra: a evidência empírica brasileira. Campinas: UNICAMP, 1998.

MELO, Fabiana Xavier Dezouart Drummond de. A Taxa Virtual: uma alternativa para a taxa de câmbio de equilíbrio. Dissertação de Mestrado. Brasília: UNB, Departamento de Economia, 1998.

MERLIN, Carlos E.; PORTUGAL, Marcelo S. Estimating the Equilibrium Real Exchange Rate for Brazil: 1984-2000. Porto Alegre: PUC-RS, nº 2002/8. Disponível na Internet: www.ufrgs.br/cpge/prod_cientifica_textos_para_discussao.htm.1

MISHKIN, Frederic S. Moedas, Bancos e Mercado Financeiro: Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos S A, 2000.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg.; SILVA, Maria Luiza Falcão. A Liberalização do Câmbio no Brasil: revisitando a discussão dos pressupostos teóricos embutidos nas prescrições cambiais alternativas. Estudos Econômicos. São Paulo, v. 29, nº 2, p. 189-227, abr.-jun. 1999.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: reflexões sobre o Brasil. Est. Econ. São Paulo: v. 30, nº 1, p. 5-26, jan./mar 2000.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. Inflação e Estabilização: algumas lições da experiência brasileira. Rio de Janeiro: RBE, jan./mar 1999.

PORTUGAL, Marcelo S. Estabilização de Preços, Âncoras Cambial e Balanço de Pagamentos: Brasil, Argentina e México. Indicadores Econômicos. Porto Alegre: FEE, v. 28, nº 2, 1995.

RATTI, Bruno. Comércio Internacional e Câmbio. São Paulo: Aduaneiras, 1997.

ROCHA, Ângela de Miranda Coelho. Vulnerabilidade Externa e Crise Cambial: uma análise de 3 casos. Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: UFRGS, 2000, Departamento de Economia.

ROGOFF, Kenneth. Dornbusch's Overshooting Model After Twenty-Five Years. Second Annual Research Conference, International Monetary Fund Mundell-Fleming Lecture, nov. 2001.

ROSSI, J. Determinação da Taxa de Câmbio: testes empíricos para o Brasil. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro: IPEA, 21 (2), ago. 1991.

ROSSI, J. O modelo Monetário de Determinação da Taxa de Câmbio: testes para o Brasil. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro: IPEA, 26 (2), ago. 1996.

SAAD FILHO, Alfredo; MORAIS, Lecio. Neomonetarismo Tropical: a experiência brasileira nos anos noventa. Revista de Economia Política, v. 22, nº 1 (85), jan./mar. 2002.

SACHS, Jeffrey D; LARRAIN, Felipe B. Macroeconomia. São Paulo: Makron Books, 1998.

SACHSIDA, Adolfo; TEIXEIRA, Joanílio Rodolpho. Impactos de Desvalorizações Cambiais sobre a Conta Corrente no Brasil. Brasília: IPEA, ago 1999 (Texto para Discussão nº 660).

SALVATORI, Dominick. Economia Internacional. Rio de Janeiro: LTC, 1998.

SANTANA, José Antônio. Economia Monetária. Brasília: Universidade de Brasília, 1997.

SCHWARTSMAN, Alexandre. A Crise Cambial e o Ajuste Fiscal. Revista de Economia Política. São Paulo, v. 19, nº 1 (73), jan./mar 1999.

SEN, Gita; FRANCISCO, Josefa. Crise asiática revela a simbiose entre o patriarcado e a globalização.

SHAPIRO, Edward. Análise Macroeconômica. São Paulo: Atlas, 1985.

SILVA, Wesley Vieira da; TAMBOSI FILHO, Elmo; COSTA Jr, Newton Carneiro Affonso da. Testando a Validade da PPC na Economia Brasileira. Artigo Técnico. Resenha BM&F – nº 145. São Paulo, 2002.

SÖDERSTEN, Bö. Economia Internacional. Rio de Janeiro: Interciência, 1979.

SOROS, George. A Crise do Capitalismo. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

STIGLITZ, Joseph E. A Globalização e Seus Malefícios. São Paulo: Futura, 2002.

STRAUSS, J.; FLEISSIG, A. R. Panel Unit Root Tests of Purchasing Power Parity for Price Indices. Journal of International Money and Finance, 19, 2000.

TAYLOR, A. M. A Century of Purchasing-Power Parity. Working Paper 8012. National Bureau of Economic Research, nov. 2000. Disponível na Internet: www.nber.org/papers/w8012

TAYLOR, Jonh B.; HALL, Roberto E. Macroeconomia: teoria desempenho e política. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

TEJADA, César O; PORTUGAL, Marcelo S. Credibilidade e Reputação: uma aplicação do modelo de circunstâncias externas para o Plano Real. Porto Alegre, nº 2000/07. Disponível na Internet: www.ufrgs.br/cpge/prod_cientifica_ano2000.htm. Acessado em 2002.

TIGRES Asiáticos. Disponível na Internet:

http://www.geografia7b.hpg.ig.com.br/internacional/95index_int_3.html. Acessado em 14/10/02.

UM MODELO Chinês? Jornal O Estado de São Paulo, Relatório Especial nº 230/98. Resenha Econômica de nº /97, 27/10/1998. Disponível na Internet: <http://www.mre.gov.br/unir/webunir/RESENHAS/rel98/re23098.html>. Acessado em 14/10/02.

VASCONCELOS, Marcos R.; STRACHMAN, Eduardo. Overshooting: uma análise crítica. Campinas: UNICAMP, fev. 1999.

WERNECK, Rogério L. Furquim. Formatos de Crise: que forma assumirá afinal o contágio argentino? Jornal O Estado de São Paulo. São Paulo, 31 ago. de 2001.

WILLIAMSON, Jonh. A Economia Aberta e a Economia Mundial: um texto de economia internacional. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

ZINI JR, A. A. Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil. São Paulo: Edusp/BM&F, 1995.

ZINI JR, A. A.; CATI, R. C. Co-integração e Taxa de Câmbio: Testes sobre a PPP e os Termos de Troca do Brasil de 1855 a 1990. Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro: IPEA, 23 (2), ago. de 1993.