

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

CARLA LUISA BLUMM

**A VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO NOS PAÍSES EMERGENTES:
UMA ANÁLISE PARA A ECONOMIA BRASILEIRA**

Porto Alegre

2011

CARLA LUISA BLUMM

**A VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO NOS PAÍSES EMERGENTES:
UMA ANÁLISE PARA A ECONOMIA BRASILEIRA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Prof. Dr Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2011

B658c	<p>Blumm, Carla Luisa</p> <p>Considerações sobre a volatilidade da taxa de câmbio nos países emergentes : uma análise para a economia brasileira / Carla Luisa Blumm. – Porto Alegre, 2011.</p> <p>90 f.: il.</p> <p>Orientador: Fernando Ferrari Filho.</p> <p>Ênfase em Economia Aplicada.</p> <p>Dissertação (Mestrado profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2011.</p> <p>1. Taxa de câmbio. 2. Crise financeira. 3. Política cambial. I. Ferrari Filho, Fernando. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU 339.743</p>
-------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

CARLA LUISA BLUMM

**A VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO NOS PAÍSES EMERGENTES:
UMA ANÁLISE PARA A ECONOMIA BRASILEIRA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em Porto Alegre, 11 de outubro de 2011.

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho, Orientador, UFRGS

Prof. Dr. Ricardo Dathein, UFRGS

Prof. Dr. Gentil Corazza, UFRGS

Prof. Dr. Leandro Lemos, PUC

AGRADECIMENTOS

À minha família, pelo apoio, por acreditarem em meus sonhos e entenderem que o tempo é necessário para alcançá-los.

Ao professor orientador, Dr Fernando Ferrari Filho, meu grande mestre nesta jornada.

Ao amigo Antônio Augusto Amaral Leitão, pelas valiosas contribuições para a conclusão deste trabalho.

Ao amigo e diretor João Frederico Gusmão, pelo apoio e incentivo recebidos, contribuindo para a minha formação acadêmica, profissional e pessoal.

À direção do Grupo Editorial Sinos S/A, por oportunizar-me a participação neste curso.

“Não julgue cada dia pela colheita que fez,
mas pelas sementes que plantou.”

Robert Louis Stevenson (1850-1894), escritor e poeta.

RESUMO

As décadas de 1990 e 2000 foram marcadas por uma série de crises cambiais e financeiras no mundo, atingindo tanto os países emergentes quanto os países desenvolvidos, causando desajustes estruturais, financeiros e reais, nesses países. Identificar as crises cambiais e financeiras é mais complexo no mundo real do que na teoria, uma vez que os regimes cambiais em geral são flexíveis, mas administrados pelas autoridades monetárias, e as taxas de juros, em um contexto de livre mobilidade de capitais, são bastante voláteis. O objetivo do trabalho é centrar a atenção na condução da política cambial por parte das autoridades monetárias, em especial às dos países emergentes, como estratégia de estabilização dos preços e, marginalmente, de crescimento econômico, levando-se em consideração que uma taxa de câmbio de desequilíbrio tende não somente a afetar a dinâmica de preços e a trajetória de crescimento da atividade econômica, mas, também, a protagonizar desequilíbrios de balanço de pagamentos e, por conseguinte, crises cambiais. Diante deste contexto, procura-se verificar a relação de causalidade entre a volatilidade da taxa de câmbio e algumas variáveis macroeconômicas selecionadas, com o propósito de tentar encontrar elementos comuns que permitam entender os motivos que determinam o surgimento de crises cambiais nos países, independente do regime cambial vigente. Para tanto, torna-se necessário uma análise, através tanto da revisão bibliográfica quanto da estatística-descritiva, do funcionamento do mercado de câmbio, dos modelos de crises cambiais e dos desdobramentos das crises que afetaram os países emergentes, nas décadas de 1990 e 2000. Por fim, analisar os movimentos das variáveis macroeconômicas selecionadas e sua relação com o mercado de câmbio nos permite entender, ou verificar, quais fatores, com ou sem relação direta com os fundamentos macroeconômicos, influenciam a dinâmica econômica e a ocorrência de crises cambiais.

Palavras-chave: Câmbio. Crises Cambiais e Financeiras. Países Emergentes.

ABSTRACT

The decades of 1990 and 2000 were marked by a series of exchange rate and financial crises in the world, affecting both emerging and developed countries, and causing structural, financial, and real maladjustments in such countries. Identifying the exchange rate and financial crises is more complex in the real world than it is in theory, since exchange rate regimes in general are flexible, but administered by monetary authorities. In addition, the interest rates, in a context of free capital mobility, are quite volatile. The objective of this paper is to focus the attention on the conduct of the exchange rate policy by the monetary authorities, particularly those in emerging countries, as a strategy for the stabilization of prices and, to a smaller extent, of economic growth, taking into consideration that an imbalanced exchange rate tends not only to affect the price dynamics and the growth path of economic activity, but also to bring about disequilibria in balance of payments, and, as a consequence, exchange rate crises. In light of this context, it seeks to check whether there is a causal link between the volatility of the exchange rate and some selected macroeconomic variables, with a view to seeking common elements that enable an understanding of the reasons that determine the emergence of exchange rate crises in the countries, regardless of the existing exchange rate regime. To this end, it is necessary to carry out analysis, both through bibliographic review and descriptive statistics, of the functioning of the exchange market, of the currency crisis models, and of the outcomes of the crises that affected emerging countries in the decades of 1990 and 2000. Finally, analyzing the movements of the selected macroeconomic variables and their relation to the exchange market enables us to understand, or verify, which factors – either directly related to the macroeconomic fundamentals or not – influence the economic dynamics and the occurrence of exchange rate crises.

Keywords: Exchange rate. Exchange rate and financial crises. Emerging countries.

LISTA DE FIGURAS E QUADRO

Figura 1: Taxa de câmbio efetiva (1990-2009)	61
Figura 2: Balança comercial (FOB) saldo US\$ (milhões) (1990-2009).....	65
Figura 3: Dívida total do setor público – líquida (% PIB) – total período (1991-2009)	71
Figura 4: Dívida externa US\$ (milhões) (1990-2008)	72
Figura 5: PIB anual (1990-2009) – variação real anual (% a.a.).....	74
Figura 6: Taxa de juros – Over/Selic (1990-2009).....	77
Figura 7: Inflação anual (1990-2009) IGP-DI (% a.a.)	82
Quadro 1: Países afetados pela crise asiática.....	46

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Fluxo de capitais – investimentos estrangeiros.....	68
Tabela 2: Indicadores das contas públicas (% do PIB): 1996 a 2009	70
Tabela 3: Brasil: taxas efetivas, metas e intervalos de inflação – 1999-2009 (em %)	82
Tabela 4: Dados consolidados variáveis econômicas.....	83

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 MERCADO DE CÂMBIO: CONCEITOS, ASPECTOS TEÓRICOS E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA CAMBIAL BRASILEIRO	16
2.1 O MERCADO DE CÂMBIO GLOBAL	16
2.2 O MERCADO DE CÂMBIO NO BRASIL (1968-2009).....	26
3 OS MODELOS DE CRISES CAMBIAIS	31
3.1 MODELO DE PRIMEIRA GERAÇÃO	31
3.2 MODELO DE SEGUNDA GERAÇÃO	33
3.3 MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO.....	35
3.3.1 Risco moral (<i>moral hazard</i>)	37
3.3.2 Pânico financeiro	37
3.3.3 Contágio	39
4 CRISES FINANCEIRAS EM PAÍSES EMERGENTES A PARTIR DE 1990	41
4.1 A CRISE MEXICANA (1994)	41
4.2 A CRISE ASIÁTICA (1997)	45
4.3 A CRISE RUSSA (1998)	47
4.4 CRISE BRASILEIRA (1999)	50
4.5 A CRISE ARGENTINA (2001).....	51
5 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE OS MERCADOS FINANCEIRO E CAMBIAL .	55
5.1 RELAÇÃO DE CAUSALIDADE ENTRE VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO E DEMAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NO BRASIL.....	57
5.1.1 A taxa de câmbio	57
5.2 A BALANÇA COMERCIAL E A TAXA DE CÂMBIO	62
5.3 FLUXO DE CAPITAIS – INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS E TAXA DE CÂMBIO	65
5.4 DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO E TAXA DE CÂMBIO	68
5.5 PIB E TAXA DE CÂMBIO.....	72
5.6 TAXA DE JUROS OVER-SELIC E TAXA DE CÂMBIO.....	75
5.7 INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO	78
6 CONCLUSÃO	84
REFERÊNCIAS	86

1 INTRODUÇÃO

Com a implantação do Plano Real, em julho de 1994, o governo alterou radicalmente sua política cambial e isso fez com que o Banco Central (BCB) se retirasse do mercado de moedas. A entrada de dez empresas estrangeiras nos primeiros dias em que o novo Plano entrava em vigor permitiu uma apreciação nominal da taxa de câmbio que, em conjunto com a liberalização do comércio internacional, acabou por se constituir em uma “âncora cambial” à medida que se criava uma pressão deflacionária nas mercadorias que podiam ser negociadas internacionalmente.

Outra característica importante do início dos anos 1990, que influenciou na política cambial brasileira, foi a busca de uma solução para a questão da dívida externa, proporcionada pela evolução favorável das negociações nos moldes do Plano Brady: provisionamento por parte dos bancos credores, securitizações (consolidação de uma dívida mediante a emissão, pelo devedor, de novos títulos, que incluem garantias adicionais) e desenvolvimento dos mercados secundários de títulos da dívida. Essa evolução favorável permitiu que o Brasil voltasse a captar recursos no exterior, possibilitando, desta forma, o rápido crescimento das reservas internacionais. Conforme constatou Franco (1995, p. 60-61),

[...] como a conta-corrente mantêm-se (*sic*) ligeiramente superavitária, as reservas internacionais aumentam cerca de 2,5% do PIB em média, levando o país de um nível levemente negativo de meados de 1991 para os US\$ 40 bilhões alcançados em fins de 1994.

A estabilização da economia, com reduções graduais da inflação, queda das alíquotas de importação, câmbio relativamente estável e o real sobrevalorizado frente ao dólar, permitiram que os produtos importados ficassem mais baratos; gerou-se um *boom* de consumo na economia.

Os reflexos dessa nova situação foram imediatos. No primeiro ano do real (julho de 1994 a junho de 1995) as importações cresceram mais de 70% em relação aos doze meses anteriores. Em fevereiro de 1995, o real teve sua menor cotação frente ao dólar, chegando a R\$ 0,84 = US\$ 1,00.

Nesse período, a crise econômica do México, deflagrada em dezembro de 1994, gerou desconfiança dos investidores em relação aos mercados emergentes, restringindo crédito e investimentos para os países emergentes, ocasionando questionamentos sobre as estratégias de estabilização adotadas pelo Brasil. A adoção da política de bandas cambiais, estabelecida em 6 de março de 1995, era uma forma de sinalizar que o país não manteria fixa a paridade cambial, acompanhando a evolução e a desvalorização dos preços.

Em 1997, a Ásia era o foco das atenções. O início da crise cambial nas Filipinas, Tailândia e Indonésia contaminou rapidamente outros países da região e, mais uma vez, todo o bloco de países emergentes era penalizado, inclusive o Brasil.

Durante o segundo semestre de 1998, as reservas internacionais do Brasil começaram a declinar em ritmo crescente, indicando que um provável ataque especulativo contra a moeda nacional estaria iniciando. Desta forma, tem-se que o motivo mais plausível que tenha provocado o início da fuga de capitais tenha sido a crise de financiamento e liquidez da Rússia. Embora não tenha semelhança entre os dois países, Krugman e Obstfeld (1999), ao comentarem a crise cambial brasileira após notarem o clima de normalidade que vigorava no início de 1998, afirmam que:

Então veio a Rússia. Talvez tenha ocorrido algum contágio direto e mecânico a partir das perdas russas: pelo menos alguns fundos de *hedge* estavam investindo no Brasil para aproveitar as altas taxas de juros, apostando que o real se desvalorizaria apenas gradualmente, e foram forçados a sair, quando perderam dinheiro em outros lugares. Mas a principal fonte de contágio parece ter sido a súbita constatação pelos investidores de algumas semelhanças entre os dois países, sobretudo no tocante ao fato de que o Brasil também apresentava déficits orçamentários persistentes elevados. (KRUGMAN e OBSTFELD, 1999, p. 189).

Além desses, outros fatores de ordem econômica e política contribuíram para o desgaste desse modelo de política cambial. Em janeiro de 1999, na tentativa de contornar a forte pressão sobre as reservas cambiais que o país vinha sofrendo, o governo tentou alterar a magnitude da banda de flutuação do câmbio. Essa medida foi interpretada pelo mercado como o reconhecimento, por parte do governo, de que sua política cambial era insustentável e o ataque especulativo contra a moeda nacional tornara-se irreversível.

Incapaz de conter a saída de divisas do país, as autoridades monetárias alteraram o regime cambial brasileiro para o sistema de taxas flutuantes, permitindo que o câmbio se depreciasse acentuadamente. Em poucas semanas, o dólar

americano passou de R\$ 1,25 para R\$ 2,20, com uma desvalorização de mais de 70%. A compulsória alteração da política cambial brasileira, diante da total incapacidade de defesa da política até então em vigor, mesmo tendo provocado significativa desvalorização da moeda doméstica, não provocou os efeitos esperados sobre as empresas privadas que estavam fortemente endividadas em moeda estrangeira, não se tendo registrado pedidos de concordata ou falência entre as principais empresas em atuação no país.

Como se sabe, a administração dos regimes cambiais é de extrema importância para o crescimento econômico dos países e a volatilidade cambial representa um grande risco quando os agentes não conseguem antecipar-se às variações cambiais, sejam elas valorizações ou desvalorizações. Quando tais variações ocorrem, há consequências substanciais para a atividade econômica como um todo.

Diante do exposto, o presente trabalho consiste em analisar o mercado de câmbio, tendo como objetivo mostrar quais são as origens e os desdobramentos dos movimentos inesperados e abruptos no mercado de câmbio, em termos da volatilidade da taxa cambial, sobre o desempenho econômico dos países emergentes, em especial o Brasil, no período pós-Plano Real (1990 a 2009).

Ou seja, esta análise tem por objetivo relacionar as volatilidades inesperadas e abruptas da taxa de câmbio como indicadores prévios de crises cambiais, bem como analisar que variáveis influenciam tais movimentos.

Por que tal objetivo? Pelo fato de que, no atual mercado mundial cada vez mais competitivo em que são verificadas não apenas ameaças, mas oportunidades nas atividades econômicas, políticas e sociais, os profissionais ligados às áreas de finanças e investimentos devem compreender o ambiente que os cercam. Esses, por sua vez, devem se conscientizar no sentido de melhorar o entendimento sobre o meio institucional em que estão inseridos e aonde precisam chegar. Para isso, o primeiro passo para não ser surpreendido, conforme Spinola (1998, p. 29), “consiste em tentar ver ao longe e antecipar as mudanças previsíveis”.

Como se sabe, as mudanças na economia mundial têm sido observadas, em grande parte, nos mercados financeiro e cambial, pois nesses predominam a lógica dos regimes de câmbio flexível, da desregulamentação dos mercados financeiros e da livre mobilidade de capitais. Tal “arquitetura” operacional dos mercados financeiro e cambial tem induzido, segundo algumas concepções teóricas em Economia, a

recorrentes crises cambiais e financeiras, instabilizando, assim, a economia mundial. Como exemplos, podem-se citar as crises ocorridas em países emergentes, como as crises mexicana, asiática, russa e argentina; já a economia brasileira, por sua vulnerabilidade, apresentava maior possibilidade de contágio.

Diante desse cenário, o cotidiano das empresas que atuam no mercado financeiro e cambial torna-se bastante complexo.

Assim, este estudo tem a intenção de encontrar elementos comuns que permitam entender os motivos que levam os países às crises cambiais, além de reunir informações que permitam à organização, com base em seu posicionamento estratégico, antecipar suas ações de política e avaliar os impactos do cenário macroeconômico sobre a empresa, utilizando-se, para tanto, de ferramentas para o seu planejamento de curto e longo prazo.

O método utilizado no presente trabalho baseia-se em uma análise descritiva da literatura existente acerca do mercado cambial e de crises cambiais, tanto em termos teóricos quanto aplicados para a economia brasileira. Com isso, busca-se estabelecer uma relação de causalidade entre variáveis macroeconômicas e volatilidade cambial, com o fim de identificar e descrever movimentos e acontecimentos reais nas economias de alguns países que anteciparam as crises cambiais.

O trabalho, além da introdução e da conclusão, está estruturado em quatro capítulos, conforme definido a seguir:

Capítulo 2: Contém a fundamentação teórica com a revisão bibliográfica, destacando os conceitos, estudos e publicações realizados sobre o tema, com ênfase na política macroeconômica, ilustrando o funcionamento do mercado cambial com destaque nos regimes cambiais adotados no Brasil a partir de 1990.

Capítulo 3: Neste são mostrados os modelos de crises cambiais, com as principais características de cada uma delas, suas origens e desdobramentos.

Capítulo 4: Compõe-se de um breve relato da ocorrência de crises em países emergentes, tais como a crise no México, em 1994; a do sudeste asiático, em 1997; a da Rússia, em 1998, entre outras.

Capítulo 5: Aqui são apresentadas as variáveis macroeconômicas selecionadas, com o seu comportamento pré, durante e pós-crise cambial. É feita a análise do comportamento dos fatores desencadeadores de crises cambiais e seus impactos, com base nos dados estatísticos obtidos, com os indicadores

macroeconômicos considerados mais relevantes ao estudo: câmbio, balança comercial, fluxo de capitais e investimentos estrangeiros, dívida do setor público, PIB, taxa de juros *over*/Selic e inflação.

2 MERCADO DE CÂMBIO: CONCEITOS, ASPECTOS TEÓRICOS E A EVOLUÇÃO DO SISTEMA CAMBIAL BRASILEIRO

Gitman (2004, p. 4) “define finanças como a arte e a ciência da gestão do dinheiro”. Com base neste princípio, verifica-se que as finanças são o ponto de partida para que tudo aconteça em uma empresa. Ou seja, sem o capital que atenda às suas necessidades, tais como de giro e financiamentos, o seu desenvolvimento não é possível. O papel do administrador financeiro é assegurar que esse capital esteja disponível no montante adequado, no momento certo e com o menor custo.

Com os mercados financeiros voláteis e taxas de juros que podem flutuar acentuadamente, as decisões financeiras das empresas são afetadas diretamente. No entanto, essas decisões não devem ser tomadas de forma isolada.

Preconiza Gitman (2004) que a área de finanças precisa trabalhar em conjunto com as demais áreas da empresa, pois todas estão relacionadas ao custo, à forma de comercialização dos produtos, ao conhecimento da margem e do volume de vendas e às tendências econômicas e sociais.

Como orienta o mesmo autor, possuir conhecimentos de economia é necessário para se entender o ambiente financeiro e as teorias de decisão que constituem as bases da administração financeira. A macroeconomia fornece ao administrador financeiro uma visão clara das políticas do governo e instituições privadas. Operando no campo econômico, o administrador vale-se de suas teorias para desenvolver um plano que seja bem-sucedido, com o objetivo de enfrentar não somente os concorrentes em seu setor, mas também as condições econômicas vigentes.

2.1 O MERCADO DE CÂMBIO GLOBAL

A internacionalização dos mercados financeiros é uma importante tendência dos últimos anos. O sistema monetário internacional, segundo Rossetti (1997), refere-se ao conjunto de regras e convenções que governam as relações financeiras

entre os países. Essas normas referem-se a dois aspectos: a conversão de uma moeda e o padrão monetário existente.

O principal objetivo do sistema monetário internacional é viabilizar a fluidez das relações econômicas entre países, permitindo a maximização dos ganhos com o comércio e os benefícios derivados dos movimentos de capital. No mundo moderno, nenhum país conseguiu impor sua moeda como referência única para as trocas internacionais. Se uma moeda nacional ganha aceitação como unidade de transação, o país que emite essa moeda pode se beneficiar dessa maior aceitabilidade, expandindo suas operações. Os regimes cambiais permitem que os países adotem qualquer tipo de política cambial, mas com relação aos critérios de ajuste, estes podem ser definidos pela variação de uma moeda ou cesta de moedas, que, por sua vez, é determinada pelo mercado, ou definida por acordos (ROSSETTI, 1997).

Os movimentos da taxa de câmbio real das principais moedas, apenas em poucos casos, podem ser explicados por alterações no *mix* de políticas dos países envolvidos. Em cenários de incertezas, como os das taxas de câmbio flutuantes, os fundamentos econômicos não são suficientes para prever as taxas futuras, e os compromissos funcionam como âncoras, que fixam as expectativas sobre essas taxas. Um dos fenômenos econômicos mais significativos das últimas décadas tem sido o conjunto de modificações nas estruturas financeiras internacionais (ROSSETTI, 1997).

Os mercados financeiros têm-se tornado mais internacionalizados e integrados. Esse fenômeno, denominado “globalização financeira”, segundo Rossetti (1997), teve origem na década de 1970, com o relaxamento dos controles sobre o movimento de capitais. Desde o fim de Bretton Woods (início da década de 1970), o sistema monetário internacional tem-se caracterizado pela inexistência de fixação prévia de valores a serem honrados e pela eliminação de diversos controles.

Ainda segundo o autor, a instabilidade das taxas de câmbio resulta das mudanças políticas e falhas nos mercados financeiros internacionais. Como evidência disso, verifica-se que o diferencial de juros não é capaz de indicar elementos do comportamento futuro das taxas de câmbio e que, com frequência, aponta na direção errada.

Para Rossetti (1997), o mercado cambial é o segmento financeiro no qual ocorrem operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis, ou

seja, onde se verificam conversões de moeda nacional em estrangeira e vice-versa. Esse mercado reúne todos os agentes econômicos que realizam transações com o exterior. De acordo com Carvalho (2000, p. 163), "a taxa de câmbio é o preço, em moeda nacional, de uma unidade de moeda estrangeira. Sua variação altera diversas variáveis econômicas, sobretudo aquelas relacionadas ao comércio exterior". Informa ainda o autor que a integração dos mercados financeiros faz com que as taxas de câmbio sejam homogêneas em praticamente todo o mundo, "dando margem à realização de arbitragem de divisas, ou seja, operações de compra e venda de divisas, com o objetivo de obter lucro com as diferenças nas cotações dos preços de cada divisa nos diferentes mercados" (2000, p.182).

Assaf Neto (2000) afirma que a demanda por moeda estrangeira é gerada pelos importadores, investidores internacionais e devedores, que precisam amortizar seus compromissos com os credores estrangeiros ou com empresas multinacionais. As operações cambiais processam-se por meio de operadores de câmbio, que são especialistas, vinculados às instituições financeiras, com a função de aproximar as partes interessadas em negociar divisas. Já as corretoras de câmbio atuam como intermediárias entre operadores e agentes econômicos interessados em comprar ou vender moeda.

De acordo com Maia (1997), participam do mercado cambial os vendedores de moeda, os bancos, os corretores e as autoridades monetárias. Os vendedores são aqueles que recebem divisas e precisam trocá-las, enquanto os compradores são aqueles que necessitam de moedas estrangeiras e dispõem somente de moeda nacional.

Informam Cavalcante Filho e Misumi (1998) que somente as moedas que tem *status* de moeda conversível (moedas com livre trânsito internacional) têm liquidez nas operações de mercado cambial. O dólar americano (Estados Unidos), o iene (Japão), a libra esterlina (Grã-Bretanha) e o euro (Comunidade Europeia) são algumas das moedas mais negociadas no mercado cambial, sendo que as principais praças financeiras para operações, em ordem de volume, estão situadas em Nova Iorque, Tóquio, Frankfurt e Cingapura.

Devido à existência dos fusos horários, o mercado cambial funciona 24 horas por dia. Assim, quando um grande mercado está fechando, outro está abrindo. A título de exemplo, citam-se apenas alguns mercados com fusos horários bem distintos, tais como: Tóquio, Londres, Nova Iorque e San Francisco.

Na abertura do mercado, os bancos cotam as taxas de compra e de venda. Quando alguém vende moeda estrangeira a um banco, a taxa é de compra (conhecida internacionalmente por *bid rate*). Quando alguém compra câmbio de um banco, a taxa é de venda (conhecida internacionalmente como *offer rate*). A diferença entre a taxa de venda e a de compra é o lucro do banco. Essa diferença é conhecida como *spread* (MAIA, 1997, p. 75).

Segundo Carvalho (2000), a determinação das taxas de câmbio depende de inúmeros fatores, sendo que um deles é o regime cambial, isto é, a regra que a autoridade monetária do país adota para determinar a taxa de câmbio, ou o preço das divisas.

A taxa de câmbio futura é utilizada sempre que se torna necessária a análise das expectativas em relação aos movimentos futuros do câmbio à vista; é útil também na identificação da existência do prêmio de risco cambial.

No mercado cambial diz-se que a diferença entre a taxa de câmbio spot e a taxa futura seria uma previsão dos movimentos futuros da taxa de câmbio, porém são previsões raramente precisas.

Há uma tendência a se atribuir à taxa de câmbio futuro um prêmio de risco cambial, que seria o diferencial esperado de retorno exigido pelos investidores para adquirir um título em moeda doméstica.

Há neste mercado o que chamam de viés de previsão, obtido por sinalização do mercado futuro de câmbio, podendo incorrer em erro sistemático de previsão.

De acordo com Bresser-Pereira (2011), a taxa de câmbio é uma variável fundamental ao desenvolvimento econômico. Uma taxa de câmbio competitiva, ou seja, em relativo equilíbrio possibilita e estimula os investimentos orientados a exportação, aumentando a poupança interna. Ainda segundo Bresser-Pereira, uma taxa de câmbio competitiva situa-se no equilíbrio industrial; é a taxa de câmbio necessária para que as empresas se utilizem de tecnologia “no estado da arte mundial” e sejam internacionalmente competitivas.

A taxa de câmbio nos países em desenvolvimento é diretamente afetado pelas crises nos balanços de pagamentos que causam desequilíbrio depreciando de forma abrupta e violenta a taxa de câmbio, criando ciclos de apreciação e depreciação da moeda.

Os países, através dos formuladores da política econômica, devem escolher qual o regime cambial mais adequado a ser adotado, visando a atender aos objetivos das suas políticas econômicas.

Há, basicamente, dois tipos de arranjos cambiais: o regime cambial fixo e o regime cambial flexível ou flutuante. Esses dois sistemas são muito pouco ou quase nada utilizados pelos países, porém sua concepção teórica é importante para a análise dos sistemas cambiais intermediários vigentes.

A terminologia das variações cambiais depende do regime cambial adotado. Os sistemas cambiais intermediários utilizados são:

- a) flutuação suja (*dirty-floating*);
- b) bandas cambiais – rastejante e deslizante (*target zone*);
- c) minidesvalorizações (*crawling peg*);
- d) fixo ajustável (*fixed but-adjustable*);
- e) conselho da moeda (*currency board*);
- f) dolarização plena (*full-dollarization*).

Na flutuação suja (*dirty-floating*) são realizadas intervenções esporádicas no mercado de câmbio de acordo com os interesses da autoridade monetária. O mercado determina a taxa, mas o banco central atua de forma a garantir uma boa formação de preço, que seja conveniente para a política cambial determinada pela autoridade monetária.

No sistema de bandas cambiais – rastejante e deslizante (*target zone*), a taxa pode variar dentro de um limite, sendo determinado o ponto central da banda e uma amplitude, com variação acima ou abaixo do ponto central, sendo que, neste intervalo, não haverá intervenção do banco central. No sistema *target zone* o ponto central e a amplitude são irrealizáveis.

Há dois desdobramentos denominados banda rastejante (*crawling band*) e banda deslizante (*sliding band*). Na rastejante, há uma evolução sistemática do ponto central e da amplitude, com base em uma regra preestabelecida, normalmente expectativas de inflação. Na deslizante não há uma regra preestabelecida, porém o banco central pode alterar o ponto central e amplitude da banda, com magnitudes e unidades temporais indefinidas.

No sistema de minidesvalorizações (*crawling peg*) a taxa de câmbio é reajustada periodicamente por algum indicador externo, em geral pela inflação, com

o objetivo de manter a taxa real de câmbio em níveis constantes, mantendo a competitividade externa da produção doméstica.

No que diz respeito ao regime de câmbio fixo ajustável (*fixed but-adjustable*), a taxa é mantida fixa, mas não indefinidamente, podendo ser alterada segundo o interesse da autoridade monetária de cada país.

O Conselho da Moeda (*currency board*) é o órgão responsável por definir a regra doméstica de emissão de moeda, que só poderá ser realizada mediante aquisição de moeda estrangeira, seguindo os padrões preestabelecidos pela autoridade monetária.

A dolarização plena (*full-dollarization*) utiliza-se da substituição da moeda doméstica por outra tradicionalmente estável, eliminando a relação entre moeda nacional e estrangeira, e indica a ausência de política monetária e cambial.

As variantes de sistemas cambiais clássicos são o regime de flutuação cambial, ou câmbio flexível, e câmbio fixo.

O regime de flutuação cambial, ou câmbio perfeitamente flexível, é determinado pelo confronto entre oferta e demanda de divisas no mercado de câmbio, com a ausência de política cambial, sendo que a própria movimentação de capitais busca estabilizar eventuais desequilíbrios na balança de pagamentos.

O regime de taxas de câmbio flutuantes ou flexíveis está dividido em flutuação limpa, ou livre, e flutuação suja.

Na flutuação limpa, ou livre, a autoridade monetária nunca interfere no mercado de divisas. Assim, as taxas são determinadas livremente pelo mercado. De acordo com Carvalho (2000), isto raramente ocorre por haver uma relação muito estreita entre mercado de câmbio e política monetária.

Na flutuação suja é comum a intervenção dos bancos centrais no mercado cambial quando o preço da moeda se afasta do valor que o governo julga conveniente, a fim de proteger a moeda do país.

Segundo Friedman (1953), a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes apresenta vantagens importantes a serem destacadas, como a não intervenção do banco central no mercado cambial, ficando este liberado da necessidade de manter reservas externas; o mercado equilibra-se no dia a dia, como uma maior liberdade da política monetária na busca de seus objetivos domésticos, permitindo melhor administração da taxa de juros interna em relação à taxa externa.

Há também um maior isolamento da economia doméstica em relação aos choques externos; com taxas flutuantes, as contas-correntes dos países tendem a apresentar maior equilíbrio e, diante disto, menor transmissão de perturbações pela economia internacional.

Pela manutenção da paridade do poder de compra (PPC), no curto e no longo prazo, ou seja, os bens comerciáveis sujeitos ao comércio internacional devem ser os mesmos em dois locais diferentes, subtraindo-se diferenças de custos de transporte e outros atritos ao comércio. Dessa forma, a taxa de câmbio fica definida pela razão entre o nível de preços do país e o nível de preços internacional.

Já a estabilização dos movimentos especulativos, que na compra, ocorre quando o preço estiver alto e a venda quando o preço estiver baixo. Diante disto os especuladores desaparecem do mercado, sendo a especulação necessária para dar-lhe eficiência, no papel de estabilizador, sendo que os mercados futuros servem de proteção aos agentes econômicos avessos aos riscos, especialmente da flutuação cambial.

Quanto a instabilidade das taxas de câmbio, elas refletem a instabilidade das políticas econômicas.

Em um sistema de câmbio fixo, existe uma relação fixa entre a taxa de câmbio vigente e o valor de determinada mercadoria ou moeda. Esta relação é estabelecida por decisão governamental e a sua manutenção é de responsabilidade da autoridade monetária, não havendo impedimentos para reajustes periódicos, em graus temporais indeterminados.

Segundo Carvalho (2000), em um regime cambial fixo, o banco central fixa o preço da moeda estrangeira em moeda nacional, e a autoridade monetária garante a conversão para aquele preço. Já no regime de taxas de câmbio flexíveis ou flutuantes, o banco central permite que o mercado cambial estabeleça o preço da moeda estrangeira.

A taxa de câmbio fixa é atraente para os governos que desejam controlar a inflação elevada, podendo deter o componente inflacionário dos produtos importados e reduzir a taxa de inflação. Tem sido elemento integrante de programas de estabilização heterodoxos na América Latina, Europa Oriental e regiões do mundo em desenvolvimento.

De acordo com Krugman (2005, p. 359-360), a taxa de câmbio fixo apresenta características distintas como pela flutuação administrada, que ocorre

pela intervenção dos bancos centrais nos mercados monetários, que influenciam as taxas de câmbio.

Já os arranjos de moedas regionais caracterizam-se por acordos entre os países que fixam as suas taxas simultaneamente, permitindo que as moedas fltuem em relação aos países signatários deste. Esses arranjos são muito utilizados por países em desenvolvimento e em transição.

Quanto a intervenção cambial esterilizada ocorre quando o banco central anula o efeito sobre a oferta monetária, com transações iguais de ativos estrangeiros e domésticos, em direções opostas.

A adoção do regime de câmbio fixo, com uma taxa fixa em relação à outra moeda, restringe a possibilidade de emissão monetária, apresentando benefícios aos países, pois possibilita maior previsibilidade ao lado real da economia e ao comércio exterior, servindo como auxiliar na estabilização dos preços nominais e guia para a fixação dos preços internos e servindo como ferramenta de credibilidade aos bancos centrais, na promessa de combate à inflação, nos países que estão em processo de elevada política inflacionária.

Tem o papel de auxiliar na manutenção das reservas internacionais em níveis suficientes ao país, evitando assim que o mercado fique sujeito a desequilíbrios e instabilidades externos, protegendo-se contra as bolhas geradas pela especulação, possibilitando ajustes aos desequilíbrios de mercado, provocados pela mobilidade de capitais, mediante ações de políticas fiscais, ficando a política monetária impedida de agir pela restrição de emissão de moeda.

A adoção deste regime permite variações nos níveis de renda e na atividade interna da economia, as quais serão corrigidas por meio de mecanismos de ajuste; o governo é o responsável por estimular a flexibilidade nos preços, para que o mecanismo de ajuste ocorra.

Verifica-se que os países não conseguem se manter por muito tempo no sistema de câmbio fixo, especialmente pela necessidade de manutenção de um nível elevado de reservas internacionais. A rigidez deste sistema leva à necessidade de fortes ajustes no lado real da economia, dentre os quais destacam-se o nível de emprego e as contas-correntes do balanço de pagamentos. Esses ajustes provocam variações no nível de atividade interna, tornando-se inviável a sua adoção por países democráticos, em particular pelas questões políticas envolvidas.

Conhecendo as prioridades dos países, tem-se um indicativo de adoção de um ou outro sistema, ainda que ambos os regimes, câmbio fixo ou flexível, apresentem mais problemas que soluções. Diante desse cenário, a adoção de um sistema que apresente a combinação de ambos pode ser mais viável e menos problemático.

Quanto ao comportamento da taxa de câmbio, pode-se dizer que ela sofrerá flutuações sempre que houver mudança nas variáveis que influenciam a demanda e a oferta de divisas. Os fatores que afetam a demanda por divisas são: taxa de câmbio, nível do produto interno, nível geral de preços interno e externo, e taxas de juros interna, e externa.

De acordo com autores pós-keynesianos, nos países em desenvolvimento, os ciclos do sistema financeiro internacional representam uma variável explicativa relevante para os movimentos da taxa de câmbio, principalmente no curto e no médio prazo (RESENDE, 2003).

Nos períodos de queda cíclica de liquidez internacional, o racionamento de crédito é mais intenso para as economias em desenvolvimento, provocando escassez de divisas externas seguida de depreciação cambial.

Esse processo é revertido nos períodos de ascensão cíclica de liquidez mundial, quando o sistema financeiro internacional expande o crédito aos países menos desenvolvidos, aumentando a oferta de divisas externas.

Samuelson (1964, p. 148) argumenta que, “por esta razão toda região próspera apresenta uma apreciação crônica de sua moeda”. Essa é uma tendência de longo prazo para a taxa de câmbio real, devido à natureza das transformações ocorridas nos setores produtivos. São empregados os termos “depreciação” da moeda quando a taxa de câmbio aumenta, e “apreciação” da moeda quando a taxa de câmbio diminui.

Segundo Resende (2003, 2004), as economias classificadas na categoria especulativa/Ponzi pelos mercados financeiros mundiais, são as que apresentam menor capacidade relativa de gerar divisas externas necessárias para honrar seus compromissos financeiros internacionais, seja pela balança comercial, de serviços ou de capitais. Essas são as denominadas economias em desenvolvimento e apresentam uma tendência maior à escassez de divisas externas.

O argumento acima está de acordo com a ideia de que o sistema financeiro internacional se comportaria conforme esquema semelhante ao proposto por Minsky

(1986), sendo que, pelo aumento da liquidez internacional, os mercados financeiros externos passam a financiar países com características de unidade especulativa. Já nos períodos de reversão cíclica do nível de liquidez internacional, o sistema financeiro internacional exibe um comportamento assimétrico, com o racionamento de crédito mais intenso para as economias especulativas, estimulando a escassez de divisas externas daquelas economias.

Diante disto, a crise cambial que se instala nessas economias, muitas vezes ampliada pelo nível de abertura financeira, aumentando as expectativas quanto à desvalorização da moeda. Este argumento está de acordo com Lemos (1988), segundo o qual os países em que o complexo de serviços é mais desenvolvido seriam os mais favoráveis à acumulação de capital, em detrimento das economias menos desenvolvidas, cujo complexo de serviços apresenta um desenvolvimento relativamente pequeno.

Segundo Davidson (1994, p. 226-28), os ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacional caminham juntos. Em uma economia fechada, a ampliação do nível de atividade requer aumentos na oferta de moeda devido à intensificação do *finance* que antecede o investimento. No âmbito mundial da economia, o aumento da liquidez internacional é pré-condição para a expansão do comércio.

Por outro lado, o crescimento do comércio internacional estimula o aumento da renda mundial, acarretando efeitos positivos sobre os mercados financeiros e o nível de liquidez internacional.

Desta forma, os ciclos dos mercados financeiros e de comércio internacional mantêm uma relação direta com os ciclos da liquidez internacional e suas taxas de câmbio e, assim, o decorrente aumento da preferência pela liquidez é satisfeito pela demanda de moeda externa, provocando a fuga de capitais.

A fuga de capitais ocorre pela perda de confiança em uma economia e em sua moeda, resultando em um processo rápido e em grande escala de venda de ativos. O resultado é um ataque especulativo e a perda do valor da moeda, ou seja, uma forte desvalorização cambial.

A fim de minimizar a desvalorização da moeda, as autoridades monetárias adotam medidas como a elevação da taxa de juros doméstica e a venda de reservas internacionais. Essas medidas podem sinalizar para o mercado e aos investidores de que há dúvidas da equipe econômica acerca da sustentação do regime e da taxa

de câmbio vigentes, aumentando os ataques especulativos a moeda, podendo levar o país a um colapso cambial.

2.2 O MERCADO DE CÂMBIO NO BRASIL (1968-2009)

Após o colapso de Bretton Woods, em 1968, o Brasil adotou o sistema de minidesvalorizações cambiais, mantendo-se neste regime até o fim da década de 1980. Nesse sistema eram feitos ajustes na taxa de câmbio pela diferença entre as taxas de inflação doméstica e externa, considerando o desempenho do saldo total do balanço de pagamentos. A adoção desse sistema teve como objetivo evitar ataques especulativos contra a moeda doméstica.

Na década de 1970, o Brasil pretendia manter o câmbio fixo, porém fatores como a inflação doméstica maior que a internacional e os fluxos especulativos de capital, tornaram-se um problema crônico à medida que o mercado antecipava uma desvalorização. O objetivo dessa política foi estabilizar a remuneração do setor exportador e buscar condições estáveis para os importadores.

De 1968 a 1983, as desvalorizações ocorriam em intervalos de três a dez dias. Em 1984, houve a suspensão desta política pelo Plano Cruzado, aumentando a frequência das desvalorizações que, a partir de 1985, passaram a ser corrigidas diariamente. Em 1986, as minidesvalorizações foram novamente introduzidas.

As tentativas de implementação de diversos planos econômicos no Brasil, como o Cruzado, Bresser, Verão e Collor, no que tange à política cambial, variaram entre câmbio fixo, minidesvalorização, desvalorização da taxa real de câmbio e, por fim, câmbio flutuante, retornando ao regime de câmbio fixo ajustável, até a implementação do Plano Real, em 1993.

Nos anos 1970 e na primeira metade dos anos 1990, havia elevada liquidez internacional interna, decorrente da entrada de recursos externos, atraídos pelos baixos patamares da taxa de câmbio real da economia brasileira, e pela remuneração oferecida para cobertura dos déficits em conta-corrente do balanço de pagamentos.

Os déficits em conta-corrente foram financiados pela entrada líquida de capitais externos nas contas de capitais autônomos e financeira do balanço de

pagamentos, que escondiam uma possível tendência crônica da economia brasileira à escassez de divisas externas.

Nos anos 1980 e no final dos anos 1990, houve um refluxo da liquidez internacional na economia brasileira. Em paralelo, verificou-se a ocorrência de uma crise cambial, seguida pela depreciação da taxa de câmbio real, que, segundo Zini (1993), foi ocasionada pelo processo gradual de liberalização das transações cambiais e pelo maior acesso à oferta e demanda de moeda.

O regime de câmbio flutuante manteve-se de março de 1990 a junho de 1994, e tinha como meta atender aos múltiplos objetivos da política cambial, mantendo-se a discricionariedade ao longo desses quatro anos.

A política cambial adotada neste período tinha como objetivos maiores a manutenção da competitividade das exportações, a acumulação e recuperação das reservas internacionais e o uso do artifício do câmbio apreciado (moeda interna desvalorizada), como instrumento de política anti-inflacionária.

Com a entrada do Plano Real, em julho de 1994, a principal âncora de controle inflacionário passou a ser monetária e não mais cambial, cabendo ao BCB o cumprimento de metas de crescimento da moeda, conforme a Lei nº 9.069/1995 que instituía o real.

A adoção da âncora monetária se deu por um período curto de tempo, de julho a setembro de 1994, sendo que, desde o início de sua implantação, as metas monetárias foram largamente ultrapassadas, tornando-a, portanto, inócua.

O retorno ao controle da taxa de câmbio como âncora nominal da economia ocorreu na terceira fase do Plano Real, quando foram adotados os regimes de flutuação cambial pura, o câmbio fixo, a banda deslizando e a banda rastejante.

Na implantação do real, a cotação estabelecida pelo governo brasileiro para a moeda norte-americana foi de R\$ 1,00 para US\$ 1,00, passando a flutuar sem intervenções do BCB. Com a economia em condições muito favoráveis, houve uma rápida valorização da moeda interna em relação à cotação da moeda norte-americana.

De julho a setembro de 1994, o regime adotado foi de flutuação cambial pura, sem intervenção do BCB, resultando em uma excessiva valorização do real, pelo influxo de capital externo, decorrente do excesso de liquidez internacional.

De outubro de 1994 a fevereiro de 1995, pode-se dizer que o regime adotado foi o de câmbio fixo, mantendo-se estável em R\$ 0,84 para US\$ 1,00, com

uma clara sobrevalorização da moeda, apesar dos leilões de compra realizados pelo BCB.

Essa valorização, favorecida pela liquidez dos mercados internacionais, foi alterada bruscamente no final de 1994, com a eclosão da crise mexicana e a fuga de um volume considerável de reservas internacionais, obrigando o BCB a adotar medidas de flexibilização do regime monetário de metas cambiais.

Em março de 1995, em decorrência da redução significativa das reservas internacionais, o BCB promoveu uma desvalorização da moeda doméstica de 5%, com a adoção de uma banda larga de flutuação, aproximando-se de um sistema de bandas deslizante ou rastejante.

Foram adotadas outras medidas, tais como a elevação das tarifas de importação de alguns produtos, que serviriam para reduzir o desequilíbrio do mercado cambial. Somado a isto, no intuito de retomar o equilíbrio cambial, o BCB passou a fazer sucessivas intervenções no mercado de câmbio, manipulando a taxa para provocar pequenas e sucessivas desvalorizações e promover uma flexibilização do sistema cambial.

Em outubro desse mesmo ano, o regime monetário volta a ser flexibilizado, e as minibandas passaram a ser ajustadas sistematicamente, com desvalorizações de aproximadamente 0,6% ao mês, sendo a amplitude das bandas progressivamente alargada, permanecendo neste ritmo até janeiro de 1999, com a eclosão de crise no sistema cambial brasileiro.

No período de julho de 1994 a janeiro de 1999, por essas modificações na sistemática de condução da política cambial, verificou-se que o regime de metas cambiais tornou-se progressivamente mais flexível, não perdendo a sua característica distintiva de que, em larga medida, a taxa de câmbio era determinada pelo BCB e não pela interação entre demanda e oferta de divisas do mercado cambial.

O abandono do regime de metas cambiais ocorreu mediante condições desfavoráveis ao país, geradas pela desconfiança dos agentes econômicos, e pela iminência de um colapso cambial de incapacidade de liquidez. Diante disso, a partir de 15 de janeiro de 1999, estabeleceu-se o regime de livre flutuação, com intervenções esporádicas e limitadas da autoridade monetária no mercado de reservas internacionais, com o objetivo de reduzir a volatilidade cambial.

A partir de 4 de março de 1999, o BCB passou a ser comandado por Armínio Fraga Neto, que, frente ao Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), decidiu abandonar a sistemática das bandas de flutuação adotando a taxa de juros Selic como meta da política econômica, sinalizando-a como tendência de taxa futura.

Diante da expectativa de inflação gerada pela alta desvalorização da moeda, o Copom fixou a taxa Selic em 45% ao ano, demonstrando claramente ser a meta de inflação a nova âncora nominal da economia:

Dadas as expectativas de trajetória ascendente da inflação, o nível atual da taxa de juros foi considerado abaixo do desejado. Ponderou-se, também, que a volatilidade da taxa de câmbio exigia a atuação da autoridade monetária [...] Considerando-se o novo regime cambial, é essencial transmitir à sociedade que a economia não opera sem âncora nominal e que o Banco Central possui capacidade de atuação. Nesse sentido, o desempenho da autoridade monetária passará a pautar-se pelo comprometimento com o controle da taxa de inflação. (BCB, 1999).

A formação da taxa de câmbio no Brasil tem sido baseada em uma prática discricionária, para atender aos objetivos específicos ou eventuais da política econômica.

Até o final de 2000, houve a adoção de intervenções pontuais do Banco Central no mercado de câmbio, comprando ou vendendo dólares no mercado primário, voltando assim à flutuação suja.

Em 2001, houve alteração no procedimento de intervenção pelo BCB e este passou a comprar e vender dólares somente em momentos extremos, deixando de realizar operações no mercado à vista com a mesma intensidade que até então vinha fazendo. As taxas de juros, bem como os títulos ou *swap* cambiais passaram a ser utilizados pelo governo como instrumentos indiretos de intervenção.

A partir de 2001, sem a existência de política cambial específica, a política monetária passou a desempenhar papel preponderante, sendo instituídas as metas inflacionárias. Foram tomadas medidas como a elevação da taxa de juros básica da economia e redução de posições compradas dos bancos com a oferta de papéis cambiais, como forma de *hedge* aos investidores que se mostravam assustados com a flutuação cambial. O resultado dessas ações foi percebido somente em novembro de 2001, com uma breve estabilidade da taxa cambial até maio de 2002.

No início de 2003, o processo de depreciação do real reverteu-se, abrindo espaço para a flexibilização da política monetária. As medidas tomadas pelo Comitê de Política Monetária, aumentando a taxa Selic e elevando a taxa de recolhimento compulsório, proporcionaram ambiente para um forte processo de valorização do real, que contribuiu para a redução da taxa de inflação. Com a elevada sensibilidade da inflação em relação à taxa de câmbio, o BCB fica obrigado a monitorá-lo, a fim de evitar flutuações exageradas e desvalorização acentuada que, inevitavelmente, é repassada aos preços gerando inflação.

No segundo semestre de 2004, a taxa do dólar atingia o patamar histórico de R\$ 4,00. O BCB manteve as políticas do governo de FHC de não interferência direta no câmbio, sendo observada uma rápida valorização do real no final do período.

A partir de 2004, o governo rompe com a política de não interferência no mercado e decide voltar às compras, anunciando o movimento de recomposição de reservas e com o compromisso da política de metas de inflação.

Mesmo diante dessas medidas o real voltou a se valorizar, beneficiado pelo comércio exterior, por fatores como o crescimento da economia mundial e a entrada de novos parceiros comerciais como China, Rússia e Índia, aumento dos preços das *commodities* e ganhos de eficiência.

Deve-se considerar o fato de que, de janeiro de 2000 a junho de 2009, a taxa de câmbio brasileira apresentou uma trajetória de valorização e de alta volatilidade, ficando entre as mais valorizadas no mundo.

3 OS MODELOS DE CRISES CAMBIAIS

De acordo com Vieira (2008), as crises financeiras, em geral, estão associadas às crises monetária/cambial ou bancária, ou ambas (crises gêmeas).

As investigações sobre as crises financeiras evoluíram com os modelos de crise de balanço de pagamentos e colapsos cambiais desenvolvidos por Krugman (1979) e Flood e Garber (1984). Com base nesses estudos, surgiram os modelos de crises chamados de primeira, segunda e terceira geração.

Os estudos dos modelos de crises cambiais trazem abordagens aos agentes econômicos para que possam, se não evitar, pelo menos minimizar seus impactos nos países e em suas economias.

Henderson e Salant (1978) estudaram a estabilidade dos preços das *commodities* e os impactos dos ataques especulativos.

Krugman (1979) baseou seus estudos nos fundamentos macroeconômicos e esses deram origem ao modelo denominado de primeira geração. Nesse modelo, o déficit fiscal implica diretamente na diminuição das reservas internacionais. Os agentes internos e externos, com receio de uma brusca desvalorização da moeda interna, realocam seus investimentos para outros países. Esses movimentos levam ao esgotamento das reservas e à desvalorização da taxa de câmbio, muitas vezes, precipitadamente.

3.1 MODELO DE PRIMEIRA GERAÇÃO

O modelo de primeira geração surgiu no fim dos anos 1970 e início dos anos 1980. Conhecido também como modelo de crises de balanço de pagamentos tem a análise centrada na fragilidade dos fundamentos macroeconômicos de um país. Está associado ao contexto internacional marcado por crises de balanço de pagamentos, em países em desenvolvimento, que passaram a conviver com a elevação das taxas de juros no mercado internacional e a escassez dos recursos financeiros.

Os modelos de primeira geração tinham por objetivo explicar as crises nos balanços de pagamentos durante os anos de 1979 e 1980, nos países em

desenvolvimento, que foram precedidas por grandes déficits fiscais, financiados pelo excesso de crédito doméstico, que reduz as reservas internacionais.

Uma das dimensões das crises nos modelos de primeira geração é o papel passivo dos investidores e os maus fundamentos que não são compatíveis com a sustentação de um regime de taxa de câmbio fixo. Para prevenir um aumento no nível de preços domésticos e sustentar uma taxa de câmbio fixa, a oferta monetária não pode aumentar. As autoridades monetárias, por meio da venda de divisas ao público (enxugamento de liquidez) conseguem neutralizar o impacto monetário do financiamento do déficit fiscal, não causando impacto monetário e sustentando a taxa de câmbio fixa. O problema desse processo envolve a perda de reservas, que podem se exaurir rapidamente.

No modelo de primeira geração, destacam-se três pontos favoráveis:

- a) as crises financeiro-monetárias estão associadas à ocorrência de falta de fundamento das economias e os ataques especulativos não podem ser considerados como aleatórios;
- b) as crises ocorrem de forma abrupta, em momentos em que as autoridades monetárias ainda podem sustentar a taxa de câmbio fixa, mesmo que temporariamente;
- c) o caráter abrupto implica a reversão dos fluxos de capitais, e os investidores não demonstram mais disposição em investir em ativos da moeda doméstica independente dos retornos oferecidos por tais ativos.

Paul Krugman (1979) fez uma análise da ocorrência de crises cambiais, que terminaram em ataques especulativos, concluindo que, se o país apresenta um déficit fiscal financiado pela emissão de moeda, mesmo com estoque de reserva, o elevado déficit público pode levar os agentes econômicos a antecipar o abandono da paridade cambial, desencadeando assim o ataque especulativo contra a moeda.

Flood e Garber (1984) complementam a análise de Krugman, mostrando que os especuladores atacam quando se sentem seguros, e neste movimento especulativo, mesmo com a transição para o câmbio flexível, a taxa cambial não se valorizaria.

Pastore e Pinotti (1998), em relação ao citado por Paul Krugman, ressaltam que os “ataques especulativos” não ocorrem quando as reservas se esgotam, mas quando ainda estão elevadas, sendo, portanto, inevitáveis.

3.2 MODELO DE SEGUNDA GERAÇÃO

O modelo de segunda geração foi desenvolvido na primeira metade da década de 1990 e trata da perda de confiança no regime de câmbio fixo, tendo sido criado na tentativa de explicar o colapso do sistema monetário europeu em 1992-1993.

A ideia foi desenvolver um modelo em que as crises financeiras estivessem associadas à perda de confiança no regime de câmbio fixo. O modelo de segunda geração destaca uma limitação presente no modelo anterior, em que o comportamento dos investidores apenas tem relevância para determinar o tempo de ocorrência do ataque e não se o ataque especulativo vai ou não ocorrer. Esse modelo é considerado de equilíbrio múltiplo, ou seja, tanto a ocorrência quanto a não ocorrência do ataque especulativo são resultados de equilíbrio.

O modelo de segunda geração está dividido em dois grupos: modelos de crises cambiais autorrealizáveis e a cláusula de escape.

No grupo das crises autorrealizáveis, o problema essencial não é de administração macroeconômica e as crises ocorrerão independentemente desses fatores. Os governos analisam os custos de defender a taxa de câmbio contra os benefícios de realinhamento. As mudanças nas expectativas são responsáveis por alterar o equilíbrio, que passa de baixa probabilidade de desvalorização cambial para alta probabilidade de desvalorização.

A cláusula de escape tem como referência o modelo de Obstfeld (1994), em que o nível de reservas internacionais, em poder da autoridade monetária, não é o fator preponderante na manutenção de uma paridade cambial fixada, cedendo espaço para outros fatores como o papel da taxa de juros e o aumento do desemprego.

Conforme Prates (2002), as cláusulas de escape representam a capacidade da autoridade monetária de flexibilizar a taxa de câmbio em momentos em que as expectativas dos agentes contestam o patamar em que ela está fixada.

Segundo Hallwood e MacDonald (2000), as crises financeiro-monetárias e os ataques especulativos estão relacionados a grandes perdas quanto ao crescimento do PIB. Elas são precedidas de redução nos controles regulatórios dos sistemas financeiros nos países emergentes (liberalização financeira), que, por sua

vez, ocorrem em um ambiente com assimetria de informação entre tomadores, intermediários financeiros e reguladores de mercado.

Uma análise comparativa entre as crises da América Latina (1982/1983), do México (1994/1995) e da Ásia (1997) revela a existência de semelhanças entre elas, tais como: a liberalização financeira; grande entrada de capitais; aumento do endividamento internacional; ocorrência rápida e profunda; grande retirada de recursos dos emprestadores externos; redução no preço dos ativos domésticos e a difusão para outros mercados emergentes com posições externas similares.

Quanto às diferenças entre as crises, a da América Latina foi marcada por controles na conta de capitais e pela pressão da taxa de câmbio. Na crise asiática, em 1997, a conta capital encontrava-se mais aberta, ocasionando grande perda de reservas e aumento do endividamento internacional, que era majoritariamente privado e não público.

Ao longo da década de 1990, foram desenvolvidas várias medidas de indicadores de crises financeiras com base em mudanças de taxa de câmbio, no nível da taxa de juros a curto prazo e em reservas internacionais.

Considera-se o aumento do grau de mobilidade de capitais, no período mais recente (pós-1990), como um dos aspectos principais para entendimento da frequência maior das crises financeiras monetárias.

Os fundamentos associados à ocorrência das crises apontam para alguns fatores, tais como: elevada taxa de crescimento monetário (crédito), elevados déficits em conta-corrente, taxa de câmbio real sobrevalorizado e baixo crescimento do produto.

Segundo Krugman (1996), os modelos de segunda geração possuem três supostos essenciais:

- a) o abandono do regime de taxa de câmbio fixa, com estímulo às exportações ou à diminuição dos encargos da dívida sobre o setor privado, assumindo que a dívida doméstica não está expressa em moeda externa;
- b) a tentativa de manutenção desse regime, por meio de uma política de ancoragem cambial;
- c) os custos de sustentação da taxa de câmbio fixa aumentam com as expectativas futuras de depreciação cambial, associados a taxas de juros mais elevadas.

A manutenção da taxa de câmbio fixa, tecnicamente viável, não é a escolha ótima do governo, que prioriza os objetivos internos do país, como manutenção do nível de produto, estabilidade do sistema bancário e nível de emprego.

Assim, conclui-se que os modelos de segunda geração enfatizam os aspectos políticos da decisão de desvalorizar uma moeda, em detrimento dos objetivos das autoridades monetárias.

3.3 MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO

Os modelos de primeira e de segunda geração utilizam-se da hipótese de mercados financeiros eficientes e têm centrado sua discussão no fato de que as crises cambiais são desencadeadas pela má administração dos aspectos macroeconômicos.

Os modelos de terceira geração têm por objetivo responder se as crises estão também associadas às expectativas autorrealizáveis dos investidores ou se ocorrem primordialmente por problemas de fundamentos macroeconômicos.

Partindo da hipótese da existência de assimetria de informação nos mercados financeiros e contrariando a hipótese de mercados eficientes abordados nos modelos de primeira e segunda geração, pode-se associar a incidência de grande parte das crises cambiais à existência de crises financeiras nos países.

O modelo de terceira geração foi desenvolvido a partir da crise asiática de 1997, deixando de focar estritamente os “fundamentos macroeconômicos” e a dimensão cambial de uma crise financeira, analisando a relevância de fatores, tais como assimetria de informação, risco moral e comportamento de manada, que passam a ser incorporados como decisivos para melhor compreensão dos ataques especulativos recentes.

Autores como Corsetti, Pesenti e Roubini (1998) e Krugman (1999), com base na crise asiática ocorrida em 1997, identificaram que os fatores como a assimetria de informação entre os agentes, bem como a má administração financeira verificadas nesses países, servem como exemplo, pois podem desencadear um grande desequilíbrio pré-crise no sistema financeiro dos países, com a ocorrência de risco moral acentuado em função de decisões de “sobre investimento”.

Outros fatores estão associados a este círculo vicioso e podem desencadear desequilíbrios no sistema financeiro, dentre eles:

Perda de confiança → saída de capitais → forte depreciação da taxa de câmbio real para melhoria da conta-corrente → deterioração dos balancetes das empresas com empréstimos denominados em moeda estrangeira → perdas líquidas no valor dos ativos das firmas → redução dos investimentos e do produto → novas perdas de confiança dos agentes/investidores.

É importante ressaltar os efeitos opostos de movimentos da taxa real de câmbio, onde a depreciação estimula o desempenho do exportador, tornando-o mais competitivo e melhorando o saldo comercial, fator positivo em uma situação de crise financeira em função da entrada de capital. De outro lado, esta depreciação eleva a dívida real expressa em moeda externa, aumentando o endividamento.

Estudos de Calvo e Mendoza (2000) apontam o efeito de contágio como um dos fatores importantes verificados nas crises cambiais recentes, onde o comportamento de manada contribui para o seu agravamento.

Os modelos de segunda e terceira geração são dedicados à interpretação de crises cambiais específicas. Já os modelos de terceira geração possuem diversas linhas de pesquisa em desenvolvimento, com destaque a estudos desenvolvidos por Minsky (1982), nos quais são analisados outros fatores geradores das crises recentes, tais como a “fragilidade financeira”.

A busca constante por explicações para as crises cambiais nos países leva pesquisadores como Obstfeld e Krugman a construírem novas abordagens teóricas que têm por objetivo explicar e interpretar os fenômenos concretos específicos e não mais a elaboração de modelos gerais para explicar as crises cambiais.

Obstfeld (1994) desenvolve uma abordagem com objetivo de explicar as crises cambiais dos países europeus de 1992 e 1993. Krugman (1999), por sua vez, elabora seu trabalho para explicar especificamente a crise cambial asiática de 1997-98.

Os modelos de terceira geração podem ser classificados em três grupos principais, que fazem referência ao objetivo deste trabalho:

- a) risco moral, associado à fragilidade financeira de países emergentes (*moral hazard*);
- b) pânico financeiro, das expectativas autorrealizáveis dos investidores estrangeiros;

c) contágio, nas economias de países emergentes.

3.3.1 Risco moral (*moral hazard*)

Quando uma das partes envolvidas é capaz de deslocar custos (riscos) para outros após o estabelecimento formal e contratual de suas relações econômicas.

Corsetti, Pesenti e Roubini (1998) construíram um modelo simples, de risco moral, em que o estoque de capital interno é financiado totalmente por empréstimos externos.

Quando o estoque de dívidas contraídas pelos agentes domésticos é superior ao seu estoque de capital ocorre a crise financeira; os tomadores de crédito dependem do financiamento dos credores externos em financiar estas dívidas.

Diante da cessão dos créditos pelos credores externos ocorre a crise.

3.3.2 Pânico financeiro

O elemento central deste grupo é a existência de profecias autorrealizáveis e a possibilidade de equilíbrios múltiplos, determinados pela fragilidade dos fundamentos macroeconômicos, com uma abordagem muito próxima aos modelos de segunda geração, com elementos centrais semelhantes.

Elementos como a taxa de desemprego ou o estoque da dívida pública, ou situação de iliquidez do sistema bancário, são fatores que sinalizam alguma vulnerabilidade no sistema, podendo causar/desencadear o chamado pânico no mercado.

Chang e Velasco (1998) procuram explicar o pânico financeiro com a crise asiática de 1997, em que a reversão súbita dos fluxos de capitais externos contribuiu para o agravamento da situação de liquidez do sistema bancário das economias emergentes na década de 1990. Juntam-se a esses fatores capitais externos de curto prazo, liberalização financeira e ausência de um prestador internacional de

última instância para cobrir os empréstimos concedidos pelo mercado financeiro internacional aos sistemas bancários domésticos das economias emergentes.

Nesse modelo, é importante observar que um choque externo ou a reversão abrupta das expectativas não é capaz de promover uma crise financeira, conforme descrevem Chang e Velasco (1998, p. 14):

As corridas bancárias podem ocorrer somente se o sistema financeiro está líquido. Isto significa, em particular, que as expectativas adversas não são, por si só, suficientes para que ocorra uma corrida bancária: os fundamentos da economia devem também estar frágeis.

A relação entre crises bancária e cambial é explicada pelos autores Diamond e Dybvig (1983), que adaptaram o modelo de corrida bancária para economias abertas com livre mobilidade de capitais, em que os agentes são racionais e informados.

O papel dos bancos é o de transformar ativos ilíquidos em passivos líquidos, com endividamento externo até um limite determinado de forma exógena, passando por uma situação de insolvência quando o crédito externo cessa, podendo gerar uma crise bancária.

No entanto, os efeitos da crise somente irão gerar um ataque especulativo contra a taxa nominal de câmbio quando houver intervenção da autoridade monetária servindo como prestador de última instância no mercado doméstico.

Quando se instala uma situação de pânico financeiro, com um nível de reservas internacionais insuficiente, a crise financeira é inevitável (CHANG; VELASCO, 1998, p. 41-42), considerando ainda que apenas atinja as economias emergentes devido ao fato de o seu sistema financeiro ser considerado “subdesenvolvido”.

De acordo com Prates (2002, p. 54), o subdesenvolvimento dos mercados de capitais, associado aos problemas de assimetria de informações, especialmente nos países emergentes, se deve às fragilidades regulatórias e institucionais.

3.3.3 Contágio

Diz respeito a uma situação em que um choque externo, em algum grau, é transmitido para outras economias (CURADO, 2001, p. 46). Como exemplo, tem-se a crise brasileira de 1999, entendida como resultado de contágio da crise russa (1998), conforme tratado por Baig e Goldfajn (2000).

Nesse modelo, a ideia central é a de que existe um custo fixo para se obter e processar informações macroeconômicas, financeiras e políticas de um país, e, com o surgimento de um “rumor” sobre determinado país, pode ocorrer a fuga de capitais dessa economia.

Esta fuga é promovida pelo fato de que pode ser mais vantajoso ao investidor alocar o seu portfólio em outro país que pagar para obter informações específicas sobre ele, sendo que, à medida que o número de países aumenta, reduz-se o ganho de utilidade para obter tais informações. Esse efeito pode ser intensificado à medida que a economia impõe restrições à livre mobilidade de capitais.

De acordo com Curado (2001), em um ambiente com informação incompleta, a necessidade de se investir recursos para obter informações sobre um país, indica que este está sujeito aos problemas do efeito de “contágio”. O custo de investimento pode representar a manutenção de um departamento de pesquisa econômica para análise de um país, majoritariamente nas economias emergentes. Diferente dos dois grupos anteriores, a eclosão de uma crise financeira não depende necessariamente de fatores macroeconômicos ou do desempenho dos mesmos.

O contágio consiste na ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos simultânea ou sequencialmente em diversos países. Eichengreen et al. (1996) oferecem revisões de modelos de crises cambiais baseados em contágio.

Podem-se citar algumas causas importantes de ocorrência de contágio:

- a) alterações de políticas macroeconômicas, como o aumento da taxa de juros, que afetam as economias em desenvolvimento;
- b) perda de competitividade de um país frente a parceiros comerciais ou concorrentes de outros mercados;

- c) falta de incentivos para obter informações específicas de cada país, considerando vários países aparentemente em circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial (CALVO, 2000);
- d) perda de credibilidade dos investidores internacionais nas políticas de manutenção da paridade cambial, quando outro país em circunstância semelhante optou pela desvalorização (MASSON,1998);
- e) realocações de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital (GOLDFAJN; VALDÉS, 1997).

Andrade e Divino (1999), examinando a economia brasileira no período de 1971 a 1998, verificaram a atuação significativa, tanto de fundamentos macroeconômicos, quanto de uma *proxy* de contágio.

4 CRISES FINANCEIRAS EM PAÍSES EMERGENTES A PARTIR DE 1990

A literatura econômica, no que se refere às crises financeiras, tenta explicá-las pelo chamado risco-moral (*moral hazard*) e pelas *crises de liquidez autorrealizada*. A primeira defende que as crises são consequências 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.

Já o segundo grupo, que denomina as crises financeiras de *crise de liquidez autorrealizada*, sugere que nem sempre o problema refere-se à solvência do sistema bancário, mas a uma questão de fluxo de caixa, quando o passivo de curto prazo torna-se superior ao volume de reservas internacionais. Diante disto os investidores teriam um comportamento de manada na tentativa de retirar seus recursos do país antes que as reservas fiquem escassas, antecipando ou até mesmo causando uma crise, gerando uma situação similar à corrida bancária.

As crises da década de 1990, desde a mexicana em 1994, a asiática, a russa, a brasileira e, por fim, a argentina, em 2001, aparentemente enquadram-se dentro de um dos grupos citados.

4.1 A CRISE MEXICANA (1994)

A crise mexicana foi a primeira de uma série de crises ocorridas nos países emergentes na década de 1990. Ocorreu no final de 1994, com uma dimensão predominantemente cambial do balanço de pagamentos, com origem na bolha de consumo gerada pelo peso sobrevalorizado e consequente déficit em conta-corrente.

Em 1985, os movimentos de integração comercial e financeira na economia mexicana, com mudanças no modelo de substituição de importações, causaram impactos negativos ao país, que apresentava um baixo grau de abertura da economia.

A abertura econômica abrangeu o corte de tarifas e o aumento nas cotas de importações, com a venda de empresas estatais e redução ao controle de capital externo. Mesmo com essas medidas, até meados de 1990, o país não havia apresentado resultados significativos em relação ao crescimento econômico, que, mesmo com a melhora do cenário econômico, no período de 1990-1992, a vulnerabilidade externa do país não diminuiu, tendo-se, pelo contrário, elevado.

Diante dessas ações, o governo conseguiu renegociar a sua dívida externa, formando, em 1990, junto aos Estados Unidos e Canadá, a Zona de Livre Comércio, com o objetivo de impulsionar a economia mexicana para uma nova fase de crescimento e desenvolvimento econômico.

No período de 1989 a 1994, o México apresentou um crescimento econômico real acumulado de 25,9%, destacando-se da maioria dos países da América Latina. Embora não pudesse ser considerado um milagre econômico, as taxas de crescimento do México estavam muito acima da média dessa região. Mas, ao contrário de muitas economias latino-americanas, o governo mexicano, no ano de 1993, tinha superávits nas contas públicas de aproximadamente 0,5% do PIB.

Diante disto, investidores externos voltaram a investir no país, aumentando o fluxo de capitais, ultrapassando a marca dos 100 bilhões de dólares entre os anos de 1991 e 1994. Porém, este fluxo intenso de capitais não foi aproveitado adequadamente, ou seja, os recursos não foram utilizados para o aumento da capacidade produtiva e tecnológica, de forma a garantir a geração de recursos necessários à quitação dos débitos externos.

A entrada de recursos do exterior foi empregada no consumo de produtos importados, que tiveram um salto de 28 bilhões de dólares, em 1988, para 79 bilhões de dólares em 1994, um crescimento de 182% no período, enquanto as exportações haviam crescido 98%.

A partir de 1989, iniciava-se o processo de sobrevalorização do peso mexicano, com o aumento do volume de importações, impulsionando o consumo interno. No período de 1989 a 1994, houve elevação de 37% na taxa de câmbio com inflação de 153%, tendo o peso mexicano se valorizando em mais de 100%, considerando-se a taxa de câmbio real calculada a partir da taxa de inflação americana.

Segundo Skurnik (1999), o fato de o governo ter eliminado todo e qualquer tipo de controle sobre a entrada de fluxos de capitais agravou a situação do país,

causando um desequilíbrio da conta-corrente, deixando evidente a dependência pelos capitais externos.

Fatores como a redução do crescimento econômico e o aumento do desemprego, em 1993, desencadearam a crise mexicana em 1994. Em 1994, sob o dilema de necessidade de retorno do crescimento, para o qual seria necessário realizar uma desvalorização da moeda, e com complicações de cunho político, a autoridade monetária mexicana optou pela manutenção da paridade cambial fixa. A manutenção do regime de bandas cambiais fixas, com a taxa de câmbio sobrevalorizada, provocou gradualmente a deterioração dos níveis da balança comercial mexicana.

Além disso, fatores políticos foram causas de dúvidas dos investidores estrangeiros sobre a estabilidade política mexicana. Houve grande reversão do fluxo de capitais do México, pela elevação da taxa de juros norte-americana de 3 para 4,75% a.a., que, somado ao déficit em conta-corrente, provocou o esvaziamento das reservas externas do país. Em função disso, houve a elevação da taxa de juros interna, de 11 para 21% a.a., a fim de conter momentaneamente a fuga de capitais do país. Com esta medida foram retidos 23 bilhões de dólares em financiamento externo, mantendo-se estável até outubro de 1994.

Em novembro do mesmo ano novos fatos de ordem política provocaram uma nova onda de desconfiança dos investidores externos, tendo como consequência a fuga de 3,5 bilhões de dólares em reservas.

Em janeiro de 1995, com as reservas mexicanas quase exauridas, foi obtido o empréstimo de 17,8 bilhões de dólares dos Estados Unidos, suplementando os 20 bilhões de dólares já concedidos pelo governo norte-americano, em um pacote de salvamento que totalizava 48 bilhões de dólares.

No mês de março, para enfrentar a crise, o governo lançou um programa de ajustamento baseado em forte aperto monetário e fiscal, combinando ajustes nas tarifas do governo e redução dos gastos públicos, com a elevação do imposto sobre o valor adicionado (IVA) de 10 para 15%, objetivando um superávit primário de 4,40% do PIB.

As medidas de caráter contracionista, como a limitação à expansão do crédito interno, levaram a economia a uma forte desaceleração em 1995, com reflexos no nível de emprego.

Em dezembro, a autoridade monetária decidiu pelo abandono do regime de câmbio fixo com bandas cambiais passando ao regime de câmbio de flutuação livre (BANCO DE MÉXICO, 1994). Com isso o peso perdeu valor de aproximadamente 50% em relação ao dólar norte-americano.

Apesar de a crise mexicana possuir dimensão predominantemente cambial, os efeitos mostram a fragilidade do sistema bancário do país, conforme relata Prates (2002, p. 130):

Com a crise cambial, a fragilização bancária se explicitou, tanto em função da forte contração do *funding* externo, predominantemente de curto prazo, quanto do impacto da desvalorização cambial sobre o balanço dos bancos, já que grande parte de suas posições em moeda estrangeira não estava lastreada por operações de *hedge*. A política monetária restritiva adotada após a crise, para evitar uma desvalorização descontrolada, deteriorou ainda mais a situação financeira dos devedores domésticos, não somente devido aos seus efeitos recessivos, mas também ao perfil dos créditos denominados em moeda doméstica, que foram concedidos a taxas pós-fixadas, ou seja, indexadas à taxa de juros do mercado.

Fatores como o elevado déficit em transações correntes, financiado por recursos externos de curto prazo, e a excessiva valorização cambial, estritamente relacionada ao influxo de capitais e à acumulação de reservas internacionais por parte da autoridade monetária, foram determinantes da crise mexicana.

A acumulação de reservas, resultado da intervenção esterilizadora, não foi capaz de evitar um ataque especulativo contra a sua moeda. A intensa absorção de recursos externos, num contexto de livre mobilidade de capitais, deixou o país mais vulnerável e suscetível às bruscas alterações das expectativas dos agentes, conforme define Carneiro (1999, p. 85):

A crise mexicana possui, assim, os ingredientes de uma crise clássica de balanço de pagamentos: déficit em transações correntes crescente, apreciação cambial e recurso a capitais de curto prazo. Se essa é a sua manifestação, as raízes mais profundas estão na adoção de políticas consentâneas, com a integração na economia global, a conversibilidade plena da conta de capital e a liberalização do sistema financeiro doméstico.

Simbolicamente, a crise mexicana teve seu final em janeiro de 1997, quando houve o reembolso pelo México de 12 bilhões de dólares ao tesouro americano, três anos antes do prazo previsto, fazendo com que o contágio a outros países, tão temido, não ocorresse.

4.2 A CRISE ASIÁTICA (1997)

Dois anos após a crise mexicana eclodiu a crise asiática, que causou um impacto devastador sobre a economia mundial. Teve seu início na Tailândia, em julho de 1997, propagando-se por outros países do ASEAN-4 (Malásia, Filipinas e Indonésia), e para os países denominados “tigres asiáticos” (Coreia do Sul, Taiwan, Cingapura e Hong Kong), contaminando, por fim, o Japão, em novembro de 1997.

A crise asiática pode ser denominada de crise “gêmea”, por possuir dimensões cambial e bancária, que não são independentes e se reforçam mutuamente.

O deslocamento de parte da escala produtiva dos grandes conglomerados japoneses para outras pequenas economias da região, na década de 1980, explicam as raízes desta crise. O objetivo foi a redução de custos de produção, para aumentar a entrada de produtos japoneses nos Estados Unidos e Europa.

Nessa década, esses arranjos produtivos e a estabilidade da taxa de câmbio promoveram um virtuoso crescimento regional, liderados pelo Japão.

Na década de 1990, a dependência de importação de bens de capital e de matérias-primas precificadas em dólar norte-americano teve efeitos maléficos para as balanças comerciais e os termos de troca desses países. As estruturas de passivo das economias da região eram em dólar norte-americano ou iene japonês. A volatilidade entre essas duas moedas acentuou a instabilidade financeira nas economias da região, segundo Prates (2002).

Para Medeiros (1998), em 1993 e 1994 houve a intensificação do ciclo de valorização do iene e a necessidade de elevação das taxas de juros domésticas para proteção das contas externas para evitar a sua deterioração.

Houve a formação de bolhas especulativas nos mercados acionário e imobiliário, a partir do financiamento de capitais externos, criando, assim, um ciclo de ativos que gerou um aumento excessivo no investimento produtivo.

A crise financeira dos países asiáticos eclodiu a partir da reversão dos fluxos de capitais externos de 93,11 bilhões de dólares em 1997.

O primeiro país a ser atingido pela crise asiática foi a Tailândia, em 1997, que, com a contínua fuga de capitais causada pelos excessivos ataques

especulativos, fez com que o país abandonasse o regime de câmbio fixo, passando a adotar a livre flutuação cambial.

As Filipinas também foram atingidas por um ataque especulativo e, em julho de 1997, passou a adotar o regime de livre flutuação cambial.

Malásia e Indonésia tentaram a sustentação de suas paridades cambiais através do alargamento da banda cambial, porém fracassaram e passaram a adotar a livre flutuação de suas moedas.

Países como Cingapura, Taiwan e Hong Kong tiveram significativas perdas em suas bolsas de valores pelos ataques especulativos contra as suas moedas.

Em outubro de 1997 outros fortes ataques especulativos às moedas de Taiwan e Hong Kong os obrigaram a promover uma desvalorização cambial de 6 e 10%, respectivamente.

Na Indonésia e Tailândia, a desvalorização cambial chegou a 30%. Na Malásia e Filipinas ela foi de 20%.

Em novembro de 1997, a crise atingiu o Japão e a Coreia do Sul, quando a quarta maior corretora do Japão faliu, desestabilizando o sistema financeiro internacional, principalmente das economias emergentes.

No Quadro a seguir, os países afetados pela crise asiática com os impactos sobre a moeda e a bolsa de valores:

Tailândia	País origem da crise asiática. Queda na bolsa de valores de 53%. O <i>baht</i> desvalorizou-se em 41%.
Filipinas	Queda na bolsa de valores de 36%. Seu dólar desvalorizou-se em 37%.
Malásia	Queda na bolsa de valores de 39%. Desvalorização da moeda do país em 39%. Elevação das taxas juros em 50% .
Indonésia	Queda na bolsa de valores de 58%. Desvalorização da rupia em 83%.
Cingapura	Queda na bolsa de valores de 46%. Desvalorização do dólar filipino em 15%.
Coreia do Sul	Queda na bolsa de valores de 56%. Desvalorização do won em 35%.
Taiwan	Queda na bolsa de valores de 16%. Desvalorização do dólar taiwanês em 19%.
Hong Kong	Queda na bolsa de valores de 46%. Ataques dos especuladores ao centro financeiro da Ásia e ao dólar norte-americanos levou o país a uma crise de proporções catastróficas.

Quadro 1: Países afetados pela crise asiática.

Fonte: Elaboração pessoal.

Com base nos modelos de crises cambiais ortodoxos, a crise asiática de 1997 não se desencadeou pelo comportamento dos fundamentos macroeconômicos, da fragilidade financeira ou da gestão macroeconômica.

Para Kregel (1998), a liberalização financeira e a abertura comercial dos países do sudeste asiático permitiram uma absorção excessiva de capitais externos, estimulando a expansão dos capitais internos, para investimentos produtivos de rendimentos decrescentes, ou para aplicações especulativas nos mercados de ativos. Diante disso, formou-se uma bolha financeira, que, na reversão dos fluxos, promoveu um processo de deflação das dívidas, desestabilizando o sistema bancário doméstico. A crise asiática de 1997, não foi uma crise de balanço de pagamentos clássica, mas um deslocamento abrupto da preferência pela liquidez.

Nesse caso, as crises bancárias processaram-se em conjunto com as crises cambiais, por uma significativa reversão dos fluxos de capitais estrangeiros dos países, acentuando a desvalorização cambial. Desta forma, agravou-se a situação de liquidez dos bancos, desencadeando uma série de crises bancárias que, somadas à fragilidade financeira dos agentes com dívidas em moeda estrangeira, se reforçaram mutuamente.

4.3 A CRISE RUSSA (1998)

Na década de 1990, a Rússia passava por uma transição econômica, deixando o modelo de economia centralizada, migrando para o modelo de economia de mercado. Houve apropriação dos ativos do Estado por um pequeno grupo de oligarquias, que se utilizou de influências políticas como forma de acumular capital privado em um processo que foi chamado por Soros (1999) de “capitalismo de ladrões”. Os oligarcas, que tomaram o poder econômico na Rússia, não conseguiram organizar o parque industrial e tornar a produção russa eficiente, além de não pagarem os impostos sobre as atividades devidas ao governo, resultando em um acúmulo de déficits públicos que, no período de 1995 a 1998, atingiu 6,88% do PIB de 1996.

Apesar de acumular superávits na balança comercial e de serviços, o balanço de capitais apresentava déficits causados pelos oligarcas, que remetiam as

receitas de exportações ao exterior, na forma de evasão de divisas. O resultado líquido apresentava déficit no balanço de pagamentos, que fora financiado por empréstimos concedidos pelo FMI e Banco Mundial, na tentativa de inserção da Rússia na economia de mercado.

Em outubro de 1997, em plena crise asiática, o banco central russo fazia constantes intervenções em seu mercado de câmbio. A elevação das taxas de juro domésticas tinha como objetivo defender o regime cambial vigente de bandas cambiais fixas, por sofrer fortes pressões especulativas contra o seu regime cambial.

Houve a perda de confiança dos agentes quanto ao aumento da dívida pública de curto prazo, aos custos da dívida e à deterioração das contas externas, bem como sobre a manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada, que comprometia a competitividade externa do país.

A reversão dos fluxos de capitais estrangeiros causou uma deterioração das contas externas e da economia do país, desencadeando um ataque especulativo contra a paridade cambial russa em 1998.

A adoção de medidas econômicas pelo governo russo teve um efeito temporário positivo no mercado financeiro; porém houve dificuldades quanto a aprovação dessas medidas pelo Parlamento. Diante disso o governo aplicou decretos, piorando a confiança dos investidores, especialmente dos estrangeiros.

Outros fatores, como o colapso do Sberbank, deflagraram novos ataques especulativos, com impacto direto nas reservas internacionais.

Para o aumento no fluxo de capitais e o fortalecimento do sistema financeiro foram tomadas medidas como a desvalorização do rublo, a reestruturação da dívida pública de curto prazo, a suspensão de negociações com títulos públicos no mercado doméstico e a moratória de 90 dias no pagamento de obrigações privadas em moeda externa.

A reestruturação da dívida interna, segundo Skurnik (1999, p. 55), causou grandes perdas aos investidores, que, de imediato, receberiam somente 5% do valor principal, ficando o saldo convertido para títulos denominados em rublos ou em dólar, com prêmios menores que as taxas vigentes, com desvalorização de cerca de 10% do rublo. O anúncio das medidas de reestruturação causou forte queda dos ativos na bolsa de valores.

As intervenções do banco central russo no mercado de câmbio reduziram as reservas internacionais de forma expressiva, sendo que, no mesmo mês (agosto de

1998), cessavam as intervenções por parte da autoridade monetária, fazendo com que a moeda russa voltasse a ser negociada no mercado interbancário.

Essas medidas geraram problemas de liquidez nos bancos, induzindo o banco central a promover a fusão de duas instituições financeiras e a estatização do segundo maior banco comercial do país, o SBS-Agro Bank.

Em setembro de 1998, o governo abandonava o regime de bandas cambiais, permitindo assim a livre flutuação do rublo. O mercado permaneceu volátil por mais algum tempo, tranquilizando-se após anúncios de cunho político e de medidas econômico-financeiras, como a revisão dos termos de conversão da dívida externa, com uma desvalorização da moeda de aproximadamente 60% em relação à taxa vigente no início de agosto.

Como efeitos desta crise destacam-se as perdas dos investidores nos mercados da dívida e de ações das economias emergentes e a elevação dos *spreads* de risco das taxas de juros.

Conforme Szkurnik (1999), a crise russa não só afetou as economias emergentes como também as desenvolvidas, causando uma fuga abrupta de capitais em um conjunto de mercados emergentes, aumentando de forma gigantesca os *spreads* de taxa de juros, com enxugamento da liquidez no mercado internacional de capitais.

Com os movimentos de busca de ativos considerados seguros, independente das taxas de remuneração do capital, iniciou-se um processo de desalavancagem nas transações financeiras com oscilação nos mercados centrais, afetando fortemente os investidores e bancos internacionais em seus mercados de origem.

Um exemplo da extensão dos efeitos da crise russa foi a quebra de um fundo de derivativos, no final de 1998, que sofreu intervenção do *Federal Reserve* (FED) pela ameaça de risco sistêmico no mercado financeiro americano e internacional. Com isso, grandes bancos comerciais, americanos e europeus, sofreram forte perda de capital por estarem alavancados em mercados emergentes.

4.4 CRISE BRASILEIRA (1999)

A crise brasileira foi resultado do tipo de inserção do país no processo de globalização financeira, destacando-se a reversão dos fluxos de capitais externos em sua determinação.

Observando-se o plano de estabilização monetária implantado em julho de 1994, verifica-se que a autoridade monetária utilizou-se das políticas cambial e monetária para sustentação da âncora cambial, viabilizado pela ampla captação de recursos externos, de forte liquidez internacional.

Inicialmente, houve a adoção de política de câmbio de livre flutuação, ficando em vigência no período de julho de 1994 a fevereiro de 1995.

Após a crise mexicana (1994), o regime cambial brasileiro foi substituído pelo regime de bandas cambiais fixas, ficando vigente de março de 1995 a dezembro de 1998, ocorrendo também nesse período a implementação de normas para o processo de liberalização financeira.

A crise brasileira eclodiu em 1999, sob os efeitos da crise de financiamento e de liquidez da Rússia, sendo caracterizada eminentemente como uma crise de balanço de pagamentos, muito semelhante à crise mexicana.

Durante o segundo semestre de 1998, as reservas internacionais do país começaram a declinar em ritmo crescente, indicando que um ataque especulativo contra a moeda nacional estaria se ampliando. O motivo provável da fuga de capitais teria sido a crise russa. Krugman (1999), ao comentar a crise cambial brasileira, sugere a possibilidade de ter ocorrido algum contágio direto e mecânico a partir das perdas russas pela presença de investidores de alguns fundos de *hedge* no Brasil, atraídos pelas altas taxas de juros.

A forma de contágio parece ter sido a súbita constatação dos investidores de que havia semelhanças entre os países, Brasil e Rússia, principalmente em relação ao déficit orçamentário elevado e persistente dos países. Diante disto, em 1999, o governo abandonava a política de câmbio fixo no intuito de conter os crescentes ataques especulativos à moeda brasileira, adotando o regime de taxas flutuantes.

O mercado não recebeu essa medida de forma favorável, gerando desconfiança em relação à sustentabilidade da política cambial, gerando novos ataques especulativos e a saída de divisas. A fim de conter a saída de divisas, as

autoridades monetárias alteraram o regime de câmbio brasileiro para o sistema de taxas flutuantes, permitindo que o real se depreciasse acentuadamente.

Em um período de aproximadamente duas semanas, houve uma desvalorização da moeda de 70%, passando a cotação do dólar de R\$ 1,25 para R\$ 2,20. Mesmo com essa desvalorização acentuada e a alteração da política cambial brasileira, as empresas privadas endividadas em moeda estrangeira não sofreram impactos significativos, sem maiores repercussões sobre a economia como um todo.

Neste mesmo ano, o Brasil teve que recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) na busca de um crédito emergencial de US\$ 41 bilhões. Neste período, a taxa de juros brasileira chegou a 40% a.a., transformando-se em um dos momentos mais críticos para o financiamento da dívida pública.

O financiamento da dívida pública a taxas de juros muito altas fez com que a relação dívida pública/PIB se elevasse para 56% do PIB em maio de 2001, a maior dos últimos anos. Com essa medida, houve escassez e encarecimento do crédito, aumento do desemprego e, em consequência, desaceleração da expansão da economia, com grande impacto no PIB que passou de uma taxa de 5,9% a.a em 1994 para 1,5% em 2001.

A balança comercial que, em 1999, ano de grande flutuação cambial, apresentava um resultado negativo de US\$ 1,196 bilhão, com a forte desvalorização da moeda, acumulou um saldo positivo de US\$ 2,606 bilhões no primeiro semestre de 2002.

A manutenção e condução da política fiscal e monetária, bem como o controle da inflação, seriam as provas de fogo ao real, a partir da eleição presidencial e posse de um novo governo em 2003.

4.5 A CRISE ARGENTINA (2001)

Segundo Krugman e Obstfeld (2005), a Argentina, no fim dos anos 1980, após ter sofrido com a hiperinflação causada pelo lento crescimento e pela instabilidade econômica, optou pela remoção de barreiras ao crescimento econômico, de uma economia que era fechada, e que, apesar de adotar a substituição das importações, teve seu êxito questionável.

Em 1991, a Argentina implantou o sistema de *currency board*, estabelecendo um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária plena, que, conforme Calcagno e Manuelito (2001), consistiu na coexistência de ativos e passivos bancários em duas moedas, pesos e dólares, com taxas de juros diferenciadas. Nesse regime, a base monetária não deveria exceder o montante das reservas internacionais.

A reforma monetária foi concluída em 1992, com o plano de conversibilidade bem-sucedido no combate à inflação, reduzindo-a de 84% em 1991 para 7,4% em 1993.

Após três anos consecutivos de recessão, entre os anos de 1991 e 1994, com a estabilização da moeda, a redução da inflação e a entrada de capitais externos, houve uma grande expansão econômica, promovendo uma rápida monetização da economia, que crescia em média 8,45% ao ano.

Em 1995, a economia argentina sofreu com a crise mexicana, e teve seu PIB encolhido em 4%. A retomada do crescimento se deu nos anos de 1996 a 1998, a taxas médias de 5,85% ao ano.

A formação bruta de capital fixo em relação ao PIB passou de 14,6% a.a. em 1991, para 19,6% a.a. em 1993, com um nível de poupança muito baixo, sendo que, em 1992, o consumo equivalia a 80% do PIB.

A Argentina teve sua competitividade externa prejudicada pela sobrevalorização da moeda, causada pela implantação do *currency board* e pela inflação residual dos anos de 1991 e 1992.

Houve uma inversão na balança comercial de US\$ 8,558 bilhões no comércio internacional entre os anos de 1991 a 1994, passando de um superávit de US\$ 4,419 bilhões para um déficit de US\$ 4,139 bilhões. Cabe ressaltar que este regime não recuperou a confiança da moeda doméstica e os depósitos em moeda estrangeira predominavam, apesar da menor remuneração oferecida. Isso gerou um descasamento entre as reservas internacionais e a liquidez monetária interna, acentuando-se com as crises mexicana (1994) e asiática (1997). No período dessas crises as taxas de juros se afastaram significativamente, peso e dólar, demonstrando a vulnerabilidade externa do país.

Em 1995, a economia argentina foi favorecida pelo lançamento do Plano Real no Brasil, com a sobrevalorização da moeda brasileira. Houve a retomada de

crescimento da economia, com ganhos de competitividade das empresas argentinas que, em 1995, alcançaram um superávit de US\$ 2,358 bilhões.

Em 1999, após a crise brasileira, a vulnerabilidade externa agravou os problemas na Argentina, que passou a sofrer uma forte recessão, causada pelo sistema *currency board*. Impedido de se utilizar da política monetária ou da política cambial, restava ao país o endividamento do governo através de políticas fiscais. Em 2001, dificuldades na implementação desses ajustes deterioraram as expectativas dos agentes, estabelecendo-se uma condição favorável a um ataque especulativo que, a partir dos atentados terroristas de 11 de setembro de 2001, pioraram ainda mais a situação do país.

A fim de evitar um colapso no sistema de conversibilidade, em outubro de 2001 o governo anunciava a reestruturação voluntária dos bônus de sua dívida de US\$ 100 bilhões, que gerou uma grande corrida bancária. Na execução da primeira fase, que atenderia a dívida interna de US\$ 50 bilhões, foi desencadeada uma crise no sistema financeiro argentino, inviabilizando a execução de uma segunda etapa, cujo objetivo era a liquidação da dívida externa, também no valor de US\$ 50 bilhões.

Para proteger e evitar um colapso no sistema bancário, foi introduzido pelas autoridades argentinas um conjunto de mecanismos de controle sobre as transações bancárias como o bloqueio de depósitos e aplicações financeiras e de câmbio. Também foi instituído um limite aos saques dos depositantes na quantia de US\$ 250 por semana, denominado de *corralito*, ao mesmo tempo em que os empréstimos somente poderiam ser concedidos em dólares.

Essas medidas foram adotadas como último recurso na tentativa de evitar a quebra do sistema bancário. A decretação de vários feriados bancários, que intensificaram as manifestações populares de repúdio à política econômica vigente em todo o país, acabaram provocando a renúncia do então presidente Fernando de La Rúa, em dezembro de 2001, com vários movimentos políticos sucessórios que culminaram com a posse de Eduardo Duhalde, em janeiro de 2002. O fim do sistema de conversibilidade reduziu o patrimônio das instituições financeiras e dos correntistas, uma vez que as dívidas de ambos estavam denominadas em dólar e seus ativos em pesos.

Os correntistas que tinham depósitos em dólares tiveram seu patrimônio corroído. Em dezembro de 2001, uma unidade de peso valia um dólar.

Em junho de 2002, a taxa de câmbio era em média de 3,62 pesos por 1 dólar; uma desvalorização de 72,37%. Problemas financeiros e fiscais de toda ordem levaram o país a mergulhar em 2002 em uma grave recessão econômica.

5 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE OS MERCADOS FINANCEIRO E CAMBIAL NA ECONOMIA BRASILEIRA

Com a globalização reduziram-se as barreiras alfandegárias entre os países e isso permitiu que as economias ficassem mais interligadas, dando-se origem aos blocos econômicos. No entanto, esta formação de blocos na economia tornou os agentes econômicos e as economias dos países mais frágeis, especialmente no que diz respeito à balança comercial e sobre os ativos e passivos em moeda estrangeira, representados pelas entradas e saídas de recursos de um país.

Essas fragilidades apresentam-se de formas variadas. Muitas vezes, são geradas pelos gastos excessivos dos países com a compra de bens e serviços, alavancados por recursos oriundos da emissão de títulos públicos, os quais são ofertados ao mercado financeiro e remunerados por taxas de juros exageradas, que, por exemplo, no caso brasileiro, é uma das mais altas do mundo.

Esses movimentos são observados na entrada de recursos estrangeiros no país, quando possuem objetivos de ganho especulativo. As operações de engenharia financeira à disposição dos mercados, aliadas ao descumprimento dos fundamentos macroeconômicos, contribuem para a formação de “bolhas” que interferem no equilíbrio do mercado e desviam recursos da atividade econômica para o mercado financeiro, gerando um custo extremamente alto ao país pelos gastos excessivos. Em dezembro de 2009, os recursos aplicados no mercado financeiro brasileiro representavam 42,8% do PIB.

Fatores como esses são responsáveis pela iminência de crises financeiras ou cambiais nos países, pois refletem os riscos do crescimento com poupança externa. A teoria econômica e a experiência internacional têm mostrado que ciclos de crescimento com base em poupança externa são instáveis e de curta duração, sendo usualmente interrompidos por uma crise de balanço de pagamentos.

Os países emergentes foram, em muitos episódios da recente história, geradores das crises ou atingidos por elas, devido a fatores estruturais de suas economias, frágeis a esses movimentos e pela dependência de capital estrangeiro.

As crises financeiras são caracterizadas por uma forte perda momentânea de riqueza e mostram que a velocidade e os impactos desses desajustes podem ameaçar o equilíbrio econômico dos países.

A economia brasileira esteve sujeita a vários episódios de crises financeiras e cambiais, sofrendo fortes ataques especulativos nos anos de 1980, 1990 e 2000. A intensidade e os impactos sofridos pela economia brasileira têm características próprias, especialmente no âmbito cambial. Os eventos externos ocorridos nos países emergentes influenciam o comportamento das variáveis macroeconômicas como o PIB, inflação, taxas de juros, dívida pública e ingresso de capital estrangeiro.

O comportamento dessas variáveis sinaliza os movimentos do mercado, servindo de balizador para as autoridades que conduzem a política monetária, aos agentes financeiros e ao mercado, representado pelas firmas e indivíduos.

Por serem indicadores que determinam a velocidade da economia, devemos observá-los atentamente ao longo do tempo, pois podem sinalizar a existência de uma pré-crise.

A ocorrência de oscilações pode desencadear desequilíbrios econômicos e sociais, evidenciando-se então a existência ou não de uma crise financeira.

Os impactos de uma crise estarão sujeitos a vários fatores. Esses, em grande parte, determinados pelo mercado, pelos agentes financeiros e pela autoridade monetária.

Os ciclos econômicos e as crises financeiras resultam de operações normais da economia moderna e do mercado capitalista. Há uma fragilidade financeira intrínseca ao sistema capitalista, de forma que a própria estabilidade gera euforia, prosperidade e crise financeira.

Cada crise é o produto de uma série de acidentes históricos específicos, sendo que a estrutura e as fases que culminam em crise são sempre as mesmas e são conhecidas. Elas foram analisadas por Kindleberger (1992), em sua obra *Manias, pânico e crashes*, evidenciando-se que as crises normalmente são previstas pelos estudiosos.

A regulamentação do sistema financeiro internacional, *Basiléia 3*, apresenta três medidas de prevenção às crises: a prudência, o combate à especulação e a alavancagem desenfreada.

Essas medidas têm por objetivo proteger e isolar o sistema financeiro de riscos potenciais através da acumulação de capital, com reservas para fazer frente aos movimentos e crises.

A taxa de câmbio é de fundamental importância para o crescimento de longo prazo de um país, pois influencia na heterogeneidade produtiva da economia,

superando a estrutural e os desníveis tecnológicos e de produtividade, essenciais ao crescimento sustentável no longo prazo.

É importante a adoção de uma taxa de câmbio que priorize a manutenção da competitividade da produção industrial nacional, pelos efeitos diretos e indiretos que recaem sobre a estrutura produtiva.

Os economistas ortodoxos defendem a manutenção de uma taxa de câmbio real valorizada, mais competitiva, que produzirá o efeito de acelerar o ritmo do progresso tecnológico da economia, permitindo o acesso aos bens de capital e à tecnologia a um custo menor no exterior, modernizando a produção interna.

Outros economistas defenderão um câmbio real desvalorizado, que produzirá efeitos positivos no saldo da balança comercial pelo incentivo às exportações, tornando-se assim mais competitivo.

5.1 RELAÇÃO DE CAUSALIDADE ENTRE VOLATILIDADE DA TAXA DE CÂMBIO E DEMAIS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NO BRASIL

5.1.1 A taxa de câmbio

A taxa de câmbio é considerada, do ponto de vista teórico, a variável mais relevante no estudo proposto.

Na Figura 1, a série histórica apurada para o período de 1990 a 2009 demonstra que, nessas duas décadas, o país passou por momentos de grande volatilidade em sua taxa de câmbio.

As causas da desordem econômica verificada em 1990 são reflexos de uma grande recessão vivida no país decorrente do ajustamento da economia brasileira entre os anos de 1980 e 1984. No entanto, esse ajustamento, por sua vez, foi uma resposta à forte crise externa que atingiu o Brasil com o aumento da taxa de juros no mercado internacional, elevando em grande escala o endividamento do país.

Dessa forma, a ausência de maior organização na economia levou o país a altos níveis de inflação, déficits públicos e de instabilidade financeira e cambial,

desencadeando um processo longo de estagnação no crescimento econômico, empobrecimento das famílias, o que levou o país ao atraso tecnológico e industrial.

Podem-se relacionar esses resultados aos desastrosos indicadores econômicos registrados no início da década de 1990, superados a partir da reforma monetária promovida pelo Plano Real em 1994. A partir de então, a economia passou a apresentar resultados mais satisfatórios, demonstrando a retomada do equilíbrio e do crescimento.

No período de 1991 a 1993 a desvalorização causada por fatores externos, como a crise financeira japonesa, refletiu-se na economia brasileira sob a forma de ataques especulativos à nossa moeda. Esses ataques foram o resultado da desconfiança dos mercados estrangeiros que, em busca de maior segurança, migravam recursos para os países centrais, apesar de estes oferecerem menores taxas de retorno.

Mas a partir de 1994 a valorização da taxa de câmbio permaneceu uniforme em uma sequência de aproximadamente cinco anos, gerando superávits expressivos com a evolução dos saldos monetários e, ao mesmo tempo, contribuiu para a recomposição das reservas, levando a uma intensa apreciação nominal da moeda doméstica.

A valorização nesse período ocorreu pelas alterações promovidas no mercado de câmbio brasileiro, com a introdução do sistema de minibandas, fazendo ajustes diários de acordo com o que era desejado para o câmbio real.

O movimento de desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar iniciou a sua trajetória em 1996, atingindo uma desvalorização acumulada de 83% até o ano de 2000. Nesse período, a cotação passou de R\$ 1,00 em dez/1996, para R\$ 1,83 em dez/2000.

No ano de 2002, fatores políticos foram os responsáveis pela desconfiança do mercado em relação à manutenção, pelo novo governo, das medidas implementadas no mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. Com a proximidade da eleição, em outubro de 2002 houve forte desvalorização cambial, com o dólar atingindo seu valor máximo de R\$ 3,81 e encerrando o ano na cotação de R\$ 3,63.

Desde os primeiros meses do ano de 2003, após a posse do presidente Luis Inácio Lula da Silva, até o segundo semestre de 2004, o câmbio encontrava-se altamente depreciado, favorecendo as exportações.

Em 2005, o câmbio manteve-se valorizado em relação ao dólar resultado de fatores como a redução da exposição cambial do setor público, recomposição das reservas internacionais, menor aversão ao risco dos investidores nos países emergentes, um expressivo crescimento do superávit comercial, entre outros.

Em 2006, o câmbio manteve a trajetória de queda, pelo cenário econômico favorável, segundo relatório Banco Central do Brasil (2007, p. 99):

O ambiente externo, caracterizado por liquidez acentuada nos mercados financeiros, por crescimento da economia mundial e por menor aversão ao risco por parte dos investidores externos, e o desempenho favorável da economia brasileira, [...] favoreceram a continuidade da implementação de medidas destinadas a aumentar a capacidade da economia a resistir a choques externos.

Houve abundância no ingresso de recursos no país de 2004 a meados de 2007, em que esses investidores foram atraídos pela taxa interna de juros, em um período de elevada liquidez internacional e queda no risco país e cambial.

Nesse período, o Bacen adquiriu cerca de 183 bilhões de dólares. Este montante foi canalizado para a redução do endividamento externo e à formação de reservas internacionais, com o objetivo de formar um colchão para o enfrentamento de possíveis ataques especulativos ao real, gerados por incidentes financeiros externos.

Entre julho de 2007 e julho de 2008, a apreciação da moeda brasileira foi de 17%. A partir de agosto de 2008, houve um forte aumento da aversão ao risco, com o agravamento da crise financeira nos Estados Unidos, após a falência do Lehman Brothers. Nesse momento os ativos e a moeda brasileira foram alvo de movimentos de desalavancagem e fuga de capitais; a depreciação cambial em agosto e setembro passava a ser um indicador dessa crise, atingindo a cotação de R\$ 2,33 em dezembro de 2008.

De agosto a fins de outubro de 2008 a desvalorização dos ativos e da taxa de câmbio do real foi rápida e intensa, tornando-se comparável à sofrida pelas outras economias emergentes em 16 meses, desde o início da crise.

A percepção de que algo está fora de equilíbrio ocorre pela verificação dos movimentos nas variáveis macroeconômicas, em especial a condição de valorização ou desvalorização da moeda doméstica.

As economias emergentes, em geral, apresentam um comportamento semelhante, ou seja, são incapazes de manter liquidez, tornando-as dependentes dos países centrais. A adoção de políticas macroprudenciais para o enfrentamento de incidentes econômicos amenizaria os impactos na sociedade como um todo, demonstrando maior organização do Estado e confiança do mercado em relação ao país.

Com a taxa de câmbio fixada pelo governo, o surgimento de uma crise cambial em um regime de câmbio livre, passa a ser problema do setor privado e não do governo. Ou seja, o mercado fica responsável pelo preço praticado.

Observa-se que uma taxa de câmbio sobrevalorizada tem reflexos negativos sobre a competitividade externa, gerando uma deterioração progressiva da conta de transações correntes do balanço de pagamentos, além de acelerar o processo de desindustrialização de uma economia. Por outro lado, esta taxa sobrevalorizada pode ser utilizada como instrumento de controle inflacionário.

É possível produzir uma desvalorização administrada da taxa de câmbio, pela introdução de uma banda cambial móvel, exógena, por parte do Bacen, produzindo assim um efeito inflacionário temporário na economia. Essa desvalorização pode ainda ser acompanhada de medidas adicionais de desindexação como a extinção de indexação dos títulos públicos pela Selic, com ajuste fiscal visando ao controle da demanda agregada e à introdução de um teto para o crescimento dos gastos públicos.

A medida de desvalorização administrada pode resultar em uma queda no salário real, causada pelo efeito inflacionário, sendo considerada inviável do ponto de vista político por gerar perdas aos trabalhadores.

Em um regime de câmbio flutuante, a falta do financiamento externo produz um ajuste instantâneo da taxa de câmbio, eliminando a sobrevalorização cambial. No caso brasileiro, o nível de reservas internacionais atuaria para moderar o ritmo de desvalorização, evitando-se o efeito de *overshooting* cambial (quando a taxa de câmbio se estabiliza em patamares menos elevados, a política monetária se flexibilizaria), com uma política monetária menos restritiva, considerando o menor impacto inflacionário de ajuste da taxa de câmbio.

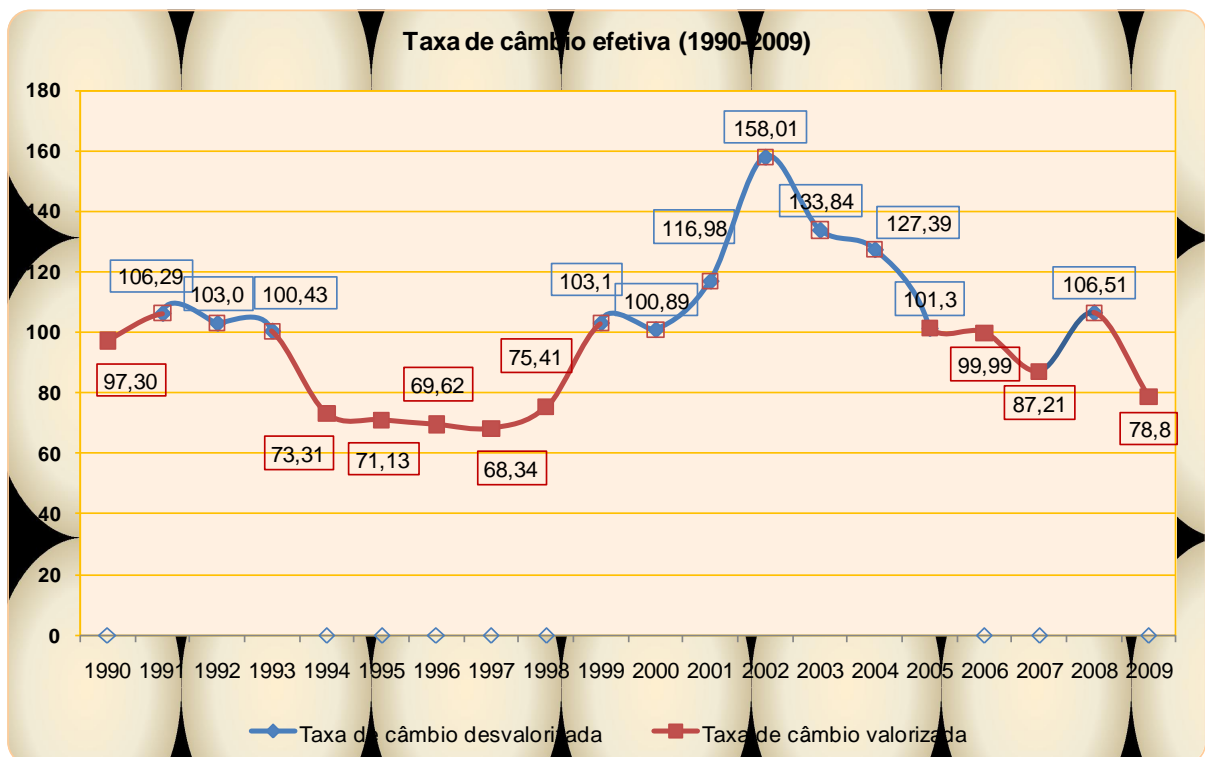
Cabe salientar que uma parcela não desprezível das reservas é de propriedade de estrangeiros; logo, em um cenário de parada súbita, pode-se perder

uma fração expressiva de reservas internacionais e *overshooting* da desvalorização cambial, com uma aceleração acentuada da inflação.

A manutenção do real valorizado cria uma falsa sensação de riqueza, com riscos e consequências. O câmbio baixo deveria estimular a inovação e a importação de bens de capital, porém, equivocadamente, estimula todas as categorias de bens de consumo, substituindo a produção local.

Outros países em fase de desenvolvimento, como a China, optam por manter uma moeda fraca para estimular a competitividade, o valor agregado local, os investimentos produtivos e as exportações.

No ocaso brasileiro, permanecemos como o paraíso da arbitragem de câmbio e de juros, da ampla oferta de produtos importados e de viagens de turismo ao exterior.



Nota: Final de período, junho/1994 = 100.

Figura 1: Taxa de câmbio efetiva (1990-2009).

Fonte: Banco Central do Brasil e IPEADATA (2010).

5.2 A BALANÇA COMERCIAL E A TAXA DE CÂMBIO

A balança comercial de um país, segundo Almeida (2009), é representada pelo registro de transações de uma economia entre os residentes de um território e os não residentes no resto do mundo. São transações econômicas que têm por objetivo a realização de ganhos.

Os índices publicados apontam que, no Brasil, no período de 1990 a 1997, as importações aumentaram 33,68%, passando de US\$ 20 bilhões em 1990, para US\$ 61 bilhões em 1997. Os produtos mais demandados foram matérias-primas, produtos intermediários, bens de capital e automóveis.

Esse aumento gerou impactos no saldo da balança comercial, com o volume das importações superando o das exportações, registrando saldos negativos entre os anos de 1996 e 2000, em parte justificados pelo mercado de câmbio favorável nesse período. As taxas valorizadas, combinadas com a demanda aquecida, levaram à busca por novas tecnologias, com investimentos a um custo mais acessível. Pode-se dizer que o período de 1990 a 1999 caracterizou-se por um crescimento acelerado das importações.

No período 1997-1998, as crises cambiais na Ásia e Rússia afetaram as economias dos países emergentes, dentre os quais o Brasil, tornando o real mais vulnerável aos movimentos especulativos e gerando déficits em transações correntes no Brasil.

A exposição de mercados financeiros dos países centrais aos riscos dos países emergentes provocou a venda de ativos com um forte movimento de desalavancagem e grande demanda por dólares em um curto período, de outubro a dezembro de 1997.

Esse movimento significativo de saídas ocorreu pelo câmbio flutuante, na chamada conta CC5, correspondendo a 90% da perda de reservas internacionais, chamando a atenção da autoridade monetária para o volume movimentado por este mercado e pela grande participação de residentes que remeteram recursos de ativos domésticos ao exterior, apesar dos controles adotados pelo Bacen.

A perda de reservas internacionais de cerca de US\$ 27 bilhões, entre 1996 e 2000, por movimentos especulativos, causou impactos diretos sobre a taxa de

câmbio, que não foram suficientes para fazer frente às apostas de desvalorização do real.

Como se sabe, a incapacidade financeira dos países que enfrentam crises cambiais faz com que utilizem a flutuação como sistema temporário, pela falta de condições de intervir no mercado de câmbio para sustentar uma paridade fixa. Porém, após a estabilidade da moeda, os bancos centrais retornam ao câmbio administrado, buscando o equilíbrio do mercado.

Em 1998, fatores como a liberalização do mercado financeiro e de serviços acarretaram a ampliação do déficit da balança de pagamentos para cerca de US\$ 33 bilhões. Essa alteração elevou a dependência do país por recursos externos, tornando-o vulnerável a ataques especulativos de investidores estrangeiros, atraídos pelas altas taxas de juros e pela livre mobilidade de capitais no mercado.

A liberalização comercial deveria preceder a liberalização da conta capital, tendo em vista a necessidade de recursos externos para honrar os compromissos do país. Mas entre 1999 e 2002 os efeitos da vulnerabilidade externa persistiram sobre a nossa economia, permanecendo a preocupação da autoridade monetária em evitar um descontrole cambial, que colocaria em risco a estabilidade do balanço de pagamentos e o controle inflacionário.

No entanto, após a crise de 1999 houve a adoção de uma política fortemente contracionista, com a obtenção de superávits primários nas contas públicas que favoreceram o cumprimento das metas de inflação, porém comprometiam o crescimento econômico.

Os resultados de superávits comerciais crescentes, a partir de 2001, e em transações correntes, a partir de 2003, causaram impactos relevantes sobre os fluxos efetivos de moeda estrangeira, no mercado primário de divisas e nas expectativas dos agentes sobre a taxa de câmbio.

A desvalorização cambial em relação ao dólar americano, no período de 2001 a 2003, foi de aproximadamente 25%, passando de uma taxa de câmbio de R\$ 2,35 para R\$ 3,07 em 2003.

Mas em 2004 o superávit foi beneficiado pelo comércio exterior, chegando próximo a US\$ 30.54 bilhões, favorecido pelo crescimento da economia mundial e pela entrada de novos países, como Rússia, China e Índia como parceiros de negócios com o Brasil, bem como pela elevação de preços das *commodities*, gerada por ganhos de eficiência e capacidade de negociação das empresas brasileiras.

Ainda nesse mesmo ano houve o rompimento das intervenções do Bacen no mercado de câmbio, fato que contribuiu para a recomposição das reservas nacionais.

O ano de 2005 foi marcado por um crescente volume de exportações, gerando superávits no balanço de pagamentos, com um excelente resultado da balança comercial. Esse resultado foi reflexo da política monetária adotada, com as medidas relacionadas à estabilidade de preços e à manutenção de um cenário externo favorável.

Em julho de 2006 o saldo da balança comercial obteve o seu maior valor desde o primeiro mandato do governo Lula, alcançando o resultado de US\$ 46.5 bilhões.

Até 2007 houve apreciação nominal da moeda doméstica, sendo adquiridos neste período cerca de US\$ 4 bilhões pelo governo federal, que foram canalizados para a redução do endividamento externo e para as reservas internacionais do país.

No quadro a seguir, verifica-se que o período pré-crise, de 2003 a 2008, foi de grande acumulação de reservas, com um aumento significativo no saldo da balança comercial, alavancado pelo crescimento das exportações, alta dos preços das *commodities* e volume de capital estrangeiro aplicado no país.

A acumulação de reservas cambiais superior a US\$ 200 bilhões proporcionou sustentabilidade às contas externas, apresentando em 2008 um recuo do passivo externo de 24,9%, atribuído à baixa probabilidade de ocorrência de recessão longa, caso houvesse uma crise no balanço de pagamentos. Pode-se justificar esse baixo risco, principalmente, pelo elevado nível de reservas internacionais.

No ano de 2008, as exportações alternaram-se entre taxas positivas e negativas de crescimento em seu volume, terminando o ano com variação negativa de 1,1%, representando uma quebra de tendência em relação a períodos anteriores que não atingiram mais negativamente a economia pelo crescimento nos preços dos produtos exportados.

Esse crescimento nos preços compensou a valorização do real frente ao dólar, que vinha ocorrendo com a taxa de R\$ 1,5658 em julho de 2008. Mesmo assim, a forte desvalorização da moeda garantiu renda ao setor exportador no último trimestre de 2008, com a taxa de R\$ 2,3362, em dezembro de 2008, quando os efeitos da crise internacional se faziam mais presentes.

Já em 2009, a estabilidade cambial, associada à queda de volume e preços dos produtos exportados e à desaceleração nas vendas externas, trouxe impactos ao desempenho da produção interna, evidenciando-se que a crise havia atingido o setor industrial.

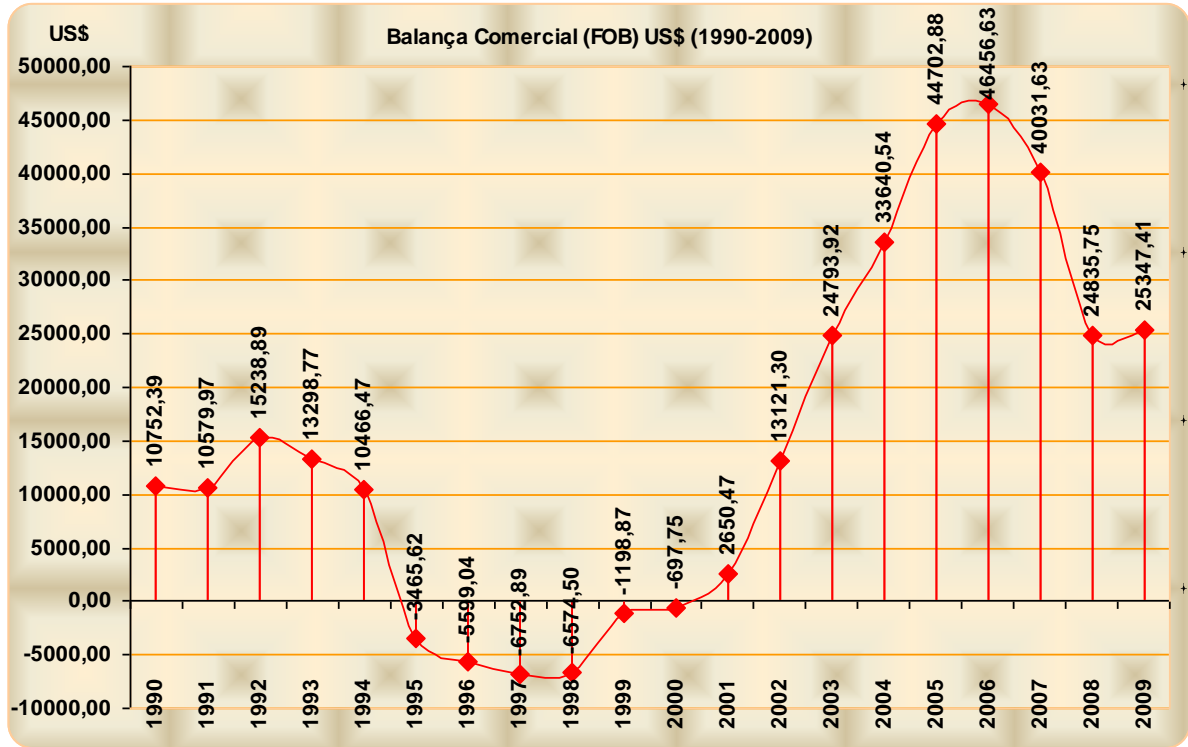


Figura 2: Balança comercial (FOB) saldo US\$ (milhões) (1990-2009).
Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

5.3 FLUXO DE CAPITAIS – INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS E TAXA DE CÂMBIO

O fluxo de capitais entre 1990 e 1991 manteve-se reduzido, porém com reservas internacionais estáveis e resultado em conta-corrente praticamente zerado. Nesse período, a taxa de câmbio desvalorizada em patamares muito elevados trouxe insegurança ao mercado, desestimulando os investimentos.

No período 1992-1993 a conta de capitais passou a apresentar grandes superávits, acumulando reservas significativas, sendo atrativa aos investidores estrangeiros pelo diferencial das taxas de juros domésticas em relação às taxas de

juros dos países centrais. Nesse ano, a balança comercial apresentou superávit de aproximadamente US\$ 16 bilhões.

A queda no risco para investimentos nos países emergentes, pelo cumprimento dos acordos e das renegociações internacionais com o FMI, especialmente do México em 1990, contribuiu para o aumento dos fluxos financeiros para o Brasil, indicando que os investidores estavam dispostos a correr riscos cambiais aplicando seus recursos em países emergentes, como no Brasil.

A política de esterilização das entradas de capitais adotada pelo Bacen, utilizando-se de mecanismos para anular o efeito sobre a oferta monetária, com transações iguais de ativos estrangeiros e domésticos em direções opostas, favoreceu o ingresso de capitais estrangeiros. Esse sistema oferecia confiabilidade ao mercado, pois mantinha as posições cobertas por títulos de emissão do governo.

Diante disso, a partir de 1993, houve uma forte tendência de crescimento e de ingresso de capitais no país, com uma dinâmica coerente de estabilização com resultados mais evidentes com a adoção do Plano Real.

O excesso de capital disponível nas economias dos países centrais e a redução das taxas de juros no mercado internacional justificavam a busca por melhor remuneração do capital.

Entre os anos de 1992 e 1999 houve o ingresso no país de US\$ 177,737 milhões, sendo US\$ 88,855 milhões para investimentos diretos e US\$ 88,882 milhões para investimentos em portfólio, vindos especialmente dos Estados Unidos e Japão.

No período de 1994-1999 houve um aumento significativo da taxa de poupança externa, a qual passou de 0,92% do PIB para 4,33%, ao mesmo tempo em que a taxa de investimento reduziu-se de 20,75 para 17,29% do PIB; o ingresso de poupança externa foi induzido pela apreciação da taxa real de câmbio. A poupança externa foi usada para financiar o aumento do consumo interno, com reflexos negativos sobre o investimento em capital fixo. O aumento e a acumulação do nível de reservas têm um custo elevado ao país pelo diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa.

Os efeitos da acumulação de reservas, gerados pela entrada dos capitais estrangeiros, podem ser justificados pela apreciação da taxa real de câmbio que se manteve fortemente valorizada entre 1994-1998.

Em 1998 a crise da Rússia provocou uma forte deterioração no mercado internacional, com retração dos investimentos nos países emergentes e nos mercados financeiros dos países centrais. Nessa crise, o Brasil não teve êxito com as medidas adotadas para contenção aos ataques especulativos, gerando forte desvalorização em sua moeda.

Em 1999 ocorreu a extinção da política de bandas cambiais e a implementação da flutuação livre e do regime de *inflation target*. Nesse novo regime a autoridade monetária passava a intervir no mercado esporadicamente e de maneira limitada, com o intuito de reduzir a volatilidade e estabelecer uma flutuação suja.

Ainda em 1999, o anúncio da moratória decretada pelo Estado de Minas Gerais gerou um novo ataque especulativo contra a taxa de câmbio brasileira, causando um grande influxo de capitais estrangeiros. Nesse momento houve o abandono da âncora cambial, justificada pela drástica redução de reservas internacionais, que, por um longo tempo, havia sido utilizada na condução da política econômica com um novo aumento na taxa de juros doméstica, para a defesa da taxa de câmbio, causando sérios problemas à política econômica, já que cerca de 60% da dívida pública estava em poder do mercado.

Entre 1999 e 2003 os investimentos com taxas positivas e negativas revelavam a falta de confiança empresarial no futuro da economia, o Brasil apresentava um ritmo lento de crescimento (*stop-and-go*) em sua trajetória de investimentos.

Em 2003, fatores políticos como o anúncio da manutenção da política econômica implementada no governo FHC fez com que os mercados voltassem à normalidade; no segundo semestre ocorreram o retorno dos fluxos de divisas ao país e a valorização do real em cerca de 20%.

Como se sabe, o tamanho do déficit em transações correntes de um país depende basicamente do volume de investimentos da economia e da taxa de poupança doméstica. Com uma baixa taxa de poupança por parte da economia, há a necessidade de o país importar mais capitais para financiar o crescimento, com tendência a produzir mais déficits. Quanto maior o crescimento dos investimentos, menor será o crescimento da poupança externa.

Tabela 1: Fluxo de capitais – investimentos estrangeiros

Movimento de capitais (em US\$ milhões)				
Ano de ingresso	1995	1996	1997	1998
Portfólio	24,838	26,077	39,552	31,830
Diretos	5,091	9,963	18,594	28,618
Total	29,929	36,040	58,146	60,448

Fonte: Adaptado de Modenesi (2005, p. 321).

Na tabela anterior tem-se um exemplo com os valores ingressados no país para investimentos na atividade produtiva e o montante para fins especulativos.

5.4 DÍVIDA DO SETOR PÚBLICO E TAXA DE CÂMBIO

As necessidades de financiamento de um país, bem como a relação dívida líquida e PIB, são importantes indicadores e estão no centro dos debates econômicos dos países. Os indicadores de déficit ou superávit do governo são apurados pela ótica de necessidade de financiamento do setor público.

O processo de privatização de estatais brasileiras, de setores ligados à produção de matérias-primas e infraestrutura, ocorrido em 1980, causou impactos no resultado do PIB em meados dos anos 1990 e provocou a deterioração do resultado fiscal, passando de um superávit de 1,4% do PIB para um déficit de aproximadamente 8% em 1998, gerando a necessidade de aumento nas taxas de juros para o financiamento da dívida pública.

O aumento da dívida pública foi uma ameaça à manutenção do regime monetário em vigor nesse período, pois o uso da âncora cambial tinha como premissa a austeridade fiscal do país.

Até 1994, o grande foco da política fiscal do governo esteve na dívida externa, com uma dívida interna líquida no setor público em torno de 30% do PIB. Entre julho de 1994 e janeiro de 1999, a política econômica visava à paridade da nova moeda com o dólar. Para isso o Bacen mantinha elevada a taxa de juros básica.

A relação dívida/PIB, que em 1995 era de 28%, ao fim de 1998 atingia o índice de 38,9%, com uma alta expressiva em decorrência da alta taxa de juros interna.

Em 1999, diante do forte desequilíbrio fiscal, foi necessária a flexibilização cambial e a adoção de uma política fortemente contracionista, com base na obtenção de superávits primários das contas públicas. Entre 1999 e 2000, com as taxas de juros em níveis muito altos, a dívida pública representava 13% do PIB; mas em 2001 era de aproximadamente 11% do PIB.

Em setembro de 2002 o endividamento do Estado brasileiro atingia a máxima de 63,1% do PIB, causada pela forte reversão cambial de 2002. Verifica-se no quadro a seguir que, no período de 1999 a 2003, o pagamento de juros ultrapassou o superávit, gerando déficits nominais e demonstrando claramente o impacto das despesas provocadas pelas altas taxas de juros, invertendo os resultados das finanças do governo. Torna-se, portanto, indispensável a obtenção de superávits mais robustos para a redução da dívida pública em relação ao PIB, permitindo assim uma queda na taxa real de juros.

No processo de eliminação do déficit público, é necessária a redução na taxa de juros para que ela possa convergir para níveis internacionais com uma taxa de câmbio mais competitiva.

A utilização do mecanismo de defesa da âncora cambial pela elevação da taxa de juros produz efeitos colaterais nocivos, especialmente sobre o desempenho das contas públicas, deteriorando o perfil da dívida pública.

A política de juros excessivamente altos, com o objetivo de atrair capitais, produz um forte crescimento na relação entre o PIB e a dívida pública líquida, agravando o desequilíbrio fiscal.

Assim, é importante ressaltar o impacto que a taxa Selic produz sobre o resultado das contas e sobre o endividamento público. Quanto maiores forem os juros da economia, maiores serão os juros incidentes sobre a dívida pública, se essa estiver atrelada àquela, como ocorre no Brasil para uma parte considerável da dívida pública.

Na tabela a seguir, um resumo com os principais resultados para os anos selecionados (1996 a 2009), demonstrando que a relação dívida líquida do setor público/PIB registrou crescimento em quase todo o período analisado, sendo

conseqüência direta dos elevados déficits operacionais provocados pelo pagamento de juros da dívida pública.

O elevado crescimento das despesas, incluindo o pagamento de juros faz com que o montante da dívida pública permaneça crescendo. A elevada taxa de juros é um fator adicional para a manutenção do déficit nominal em níveis elevados.

Tabela 2: Indicadores das contas públicas (% do PIB): 1996 a 2009

Período	Dívida - total - setor público - líquida - (% PIB) - BCB Boletim/F. Públ. – fim do período BM12_DTSPY12	Déficit primário*	Pagamento de juros (nominais)	Déficit nominal
1996	30,7	0,1	5	5,1
1997	31,8	0,9	4,5	5,4
1998	38,9	0,0	6,9	6,9
1999	44,5	-2,7	7,5	4,8
2000	45,5	-3,1	6,3	3,2
2001	52,2	-3,2	6,3	3,1
2002	60,6	-3,2	6,5	3,3
2003	54,9	-3,3	8,3	5,0
2004	50,6	-3,8	6,3	2,5
2005	48,2	-3,9	7,3	3,4
2006	47,0	-3,2	6,7	3,5
2007	45,1	-3,3	5,8	2,5
2008	38,4	-3,5	5,5	2,0
2009	42,8	-2,0	5,4	3,4

O sinal negativo significa superavit.

Fonte: Banco Central do Brasil (2011).

Em 2008 uma forte desvalorização do câmbio beneficiou o país quanto ao seu endividamento, deixando o Brasil em uma boa posição para eventuais choques cambiais. A relação dívida/PIB, que oscilou em torno de 43% ao longo de 2008, reduziu-se para 38,4% após as turbulências mundiais ocorridas nesse período.

A explosão da crise mundial em 2008, com a decorrente desvalorização cambial, não teve os mesmos efeitos maléficos que nos anos de 1999 e 2002.

A dívida externa encolheu mais de quatro pontos percentuais apenas pelo efeito cambial, pelo recuo do denominador PIB. Mas já em 2009 o endividamento público elevou-se pela retração do PIB em 0,2%.

Na relação entre dívida pública e PIB, a política fiscal a ser adotada deveria ser a contracionista, a fim de conter o excesso de demanda e o déficit em transações correntes, quando eliminada a ameaça de inflação. Por outro lado, a política monetária poderia ser passiva, a fim de não bloquear o aumento na taxa de investimentos com o crescimento da demanda agregada, mais moderada em função da política fiscal contracionista.

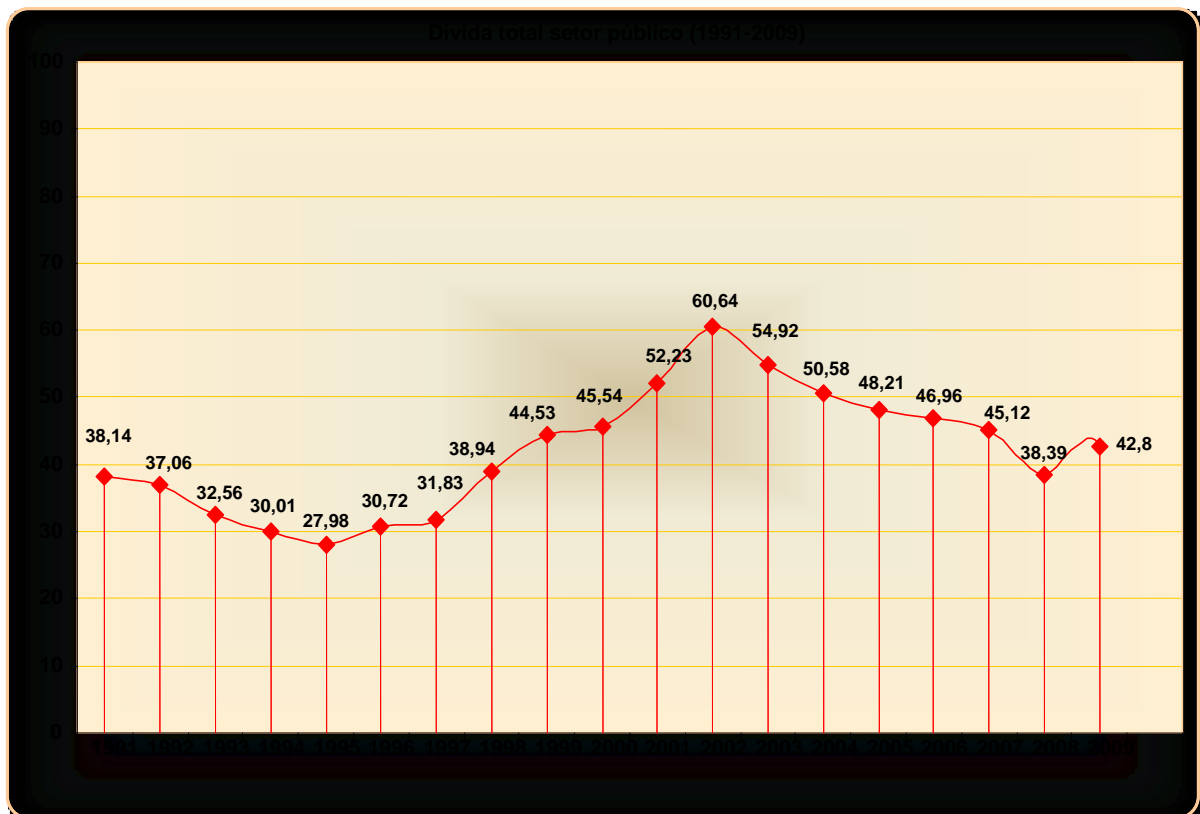


Figura 3: Dívida total do setor público – líquida (% PIB) – total período (1991-2009).
Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

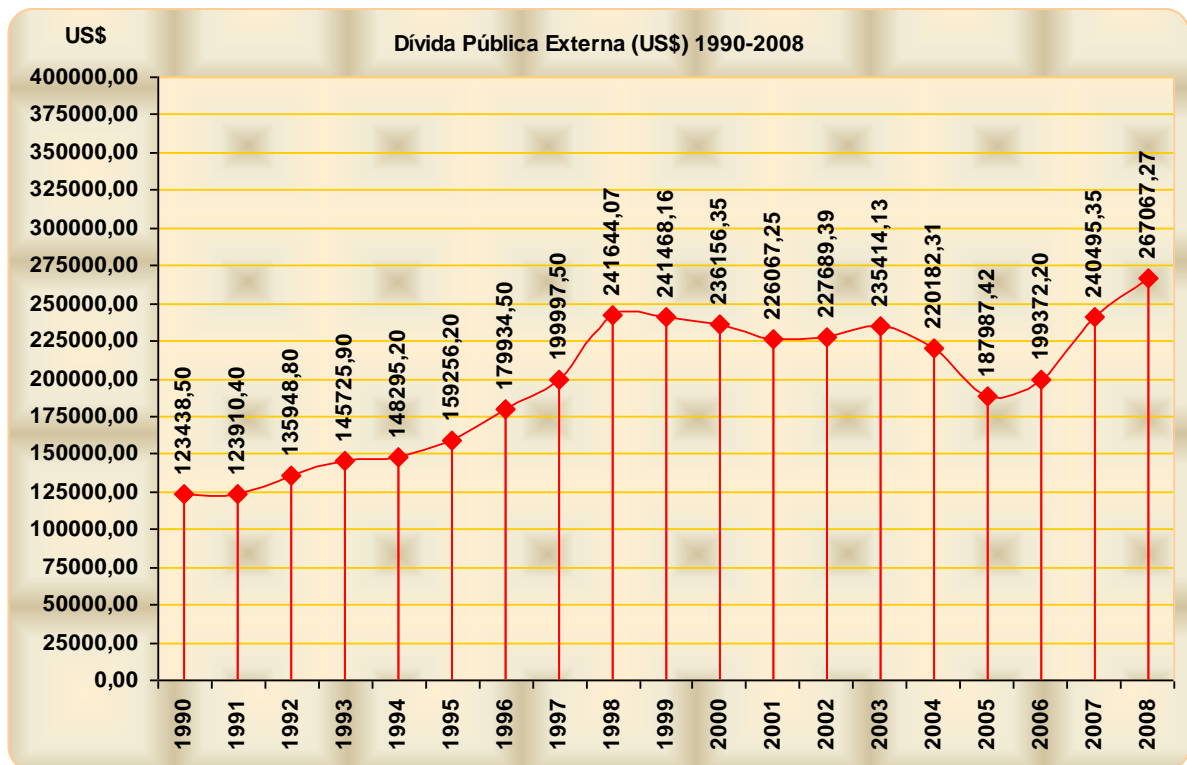


Figura 4: Dívida externa US\$ (milhões) (1990-2008).
Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

5.5 PIB E TAXA DE CÂMBIO

O crescimento da economia brasileira recebeu no passado um forte impulso, com crescimento relevante, especialmente nos governos de Getúlio Vargas e nos governos militares.

O crescimento real do PIB brasileiro foi de 7% ao ano, em média, desde a Segunda Guerra Mundial, até 1980.

A década de 1980 foi ruim com média de crescimento de 2,8% ao ano. Esta época foi chamada de “década perdida”.

Na década de 1990 o Brasil retraiu-se.

Em 1990, o PIB brasileiro apresentou taxas negativas de crescimento demonstrando estagnação da economia. Nesse ano, foi de -4,3% para um câmbio de extrema volatilidade, com desvalorizações bruscas, demonstrando um descontrole entre oferta e demanda por moeda, além de um quadro macroeconômico muito ruim, alimentado pelo bloqueio de ativos financeiros em

março de 1990, e pela queda da bolsa norte-americana em agosto do mesmo ano, gerando uma forte recessão nos Estados Unidos.

A partir de 1991, houve recuperação gradativa do crescimento, com um PIB positivo de 1,03%.

No período de 1994 a 1997, o PIB apresentou baixo crescimento, justificado pela política monetária adotada e pela desvalorização cambial. Nesse período houve retração de 9% no setor industrial, sendo a indústria de bens de capital uma das mais atingidas, com redução de 15% em sua produção.

Em 2000, a economia apresentou um bom desempenho, com crescimento do PIB de 4,4%, com o melhor resultado registrado em cinco anos. Esse crescimento justificou-se principalmente pela flexibilização da política econômica aliada a uma base de comparação deprimida.

Já em 2001 o crescimento do PIB foi de apenas 1,31% em relação ao ano anterior.

Em 2002, fatores políticos desencadearam uma crise de confiança relacionada ao futuro da política monetária, elevando o grau de inércia inflacionária a níveis recordes. O alto grau de incertezas do mercado, juntamente com o refluxo do movimento de capitais externos e políticas de austeridade fiscal, resultaram em forte redução no ritmo da atividade econômica.

Nesse ano não houve um bom desempenho da economia em matéria de crescimento, e as metas de inflação também não foram cumpridas, sendo considerado um ano extremamente negativo para a economia.

Ainda em 2002, a pesada desvalorização cambial pressionou os preços administrados pelo governo com o repique inflacionário interferindo e elevando as taxas de inflação, acumulando-as em 12,53% (inflação efetiva - IPCA %a.a.), sendo registrada como a maior taxa desde a criação do regime de metas de inflação. O crescimento médio real anual do PIB nos anos de 1995 a 2004 foi de 2,4%.

No período de 1999 e 2006, o mercado foi caracterizado pela alta volatilidade das taxas de crescimento do PIB, explicada em grande parte pela restrição externa ao crescimento.

Em 2004 o PIB foi de 5,71%, sendo a maior taxa de crescimento anual desde 1994. O desempenho da economia nesse período, demonstrado pela elevação do PIB, resultou da elevação de 4,85% do valor adicionado a preços

básicos (indústria, agropecuária e serviços) e do aumento de 8,5% nos impostos sobre produtos (IPI).

Mas em 2005 o PIB de 3,2% demonstrava uma aceleração no crescimento da economia brasileira e em 2006 a taxa chegava a 4%, sendo este ano um marco de ruptura na taxa de crescimento, com um comportamento menos instável, em que o mercado mostrava-se mais otimista acerca do desempenho da economia brasileira.

No quarto trimestre de 2008 houve forte desaceleração da economia dada a interferência de fatores externos, como a crise norte-americana, provocando retração no mercado interno com a queda de 1,80% no PIB no primeiro trimestre de 2009, encerrando o ano de 2009 praticamente zerado.

Depois de 16 anos o PIB não resistiu ao impacto da crise financeira global e terminou 2009 com um resultado negativo de 0,2%. De acordo com o Banco Central, é a quinta vez em 47 anos que o PIB brasileiro fica negativo.

Além de 2009, houve registros de queda na década de 1980 (1981 e 1983) e na década de 1990 (1990 e 1992).

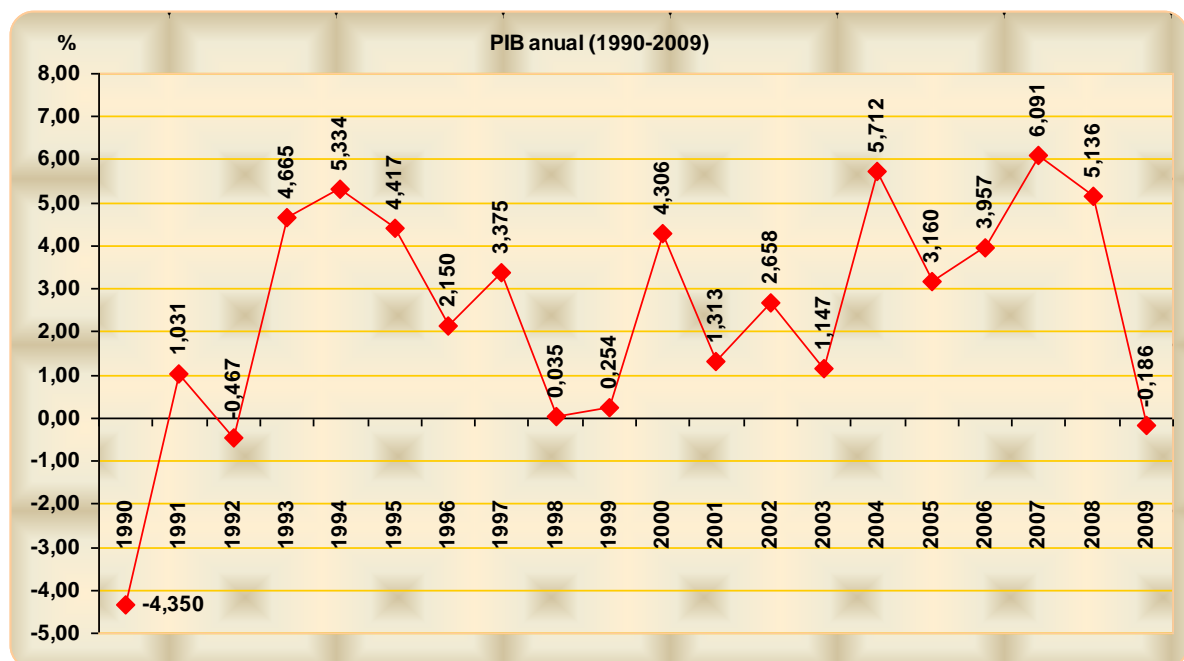


Figura 5: PIB anual (1990-2009) – variação real anual (% a.a.).
Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

5.6 TAXA DE JUROS OVER-SELIC E TAXA DE CÂMBIO

O primeiro período da década de 1990 foi marcado pela elevada volatilidade do câmbio, com taxas sobrevalorizadas entre 1994 e 1998, decorrentes de medidas adotadas com a entrada do Plano Real e pelas altas taxas de juros domésticas que em 1990 chegavam a 304% a.a., que foram gradualmente reduzidas até atingirem o patamar de 23% em 1999.

A partir de 1991, as mudanças na política monetária, com a introdução dos leilões de câmbio, reduziram a volatilidade cambial e as variações da taxa de juros doméstica. Os leilões de câmbio foram uma das formas de intervenção para acalmar o mercado e amenizar os efeitos de expectativas de desvalorização da moeda, servindo como âncora cambial na busca por estabilidade monetária.

Segundo Ferreira (2009), o mecanismo tradicional de defesa da âncora cambial para um ambiente de crise é a elevação da taxa de juros, sendo este largamente utilizado no Brasil.

Em 1994 foram adotadas medidas heterodoxas no combate à inflação, pela intervenção não explícita do Bacen, fazendo com que a autoridade monetária optasse pela taxa de juros como instrumento monetário. Porém, em julho de 1997, o Brasil é atingido pela crise da Ásia, ocasionando um forte movimento de perda de reservas.

Diante disso, o Bacen optou por medidas drásticas para contornar a crise de forma rápida. Uma das medidas foi o aumento da taxa de juros doméstica que passou de 21 para 43% a.a, como forma de manter e atrair o capital estrangeiro e suprir a perda de cerca de US\$ 40 bilhões, ocorrida entre agosto e novembro de 1997.

A elevação da taxa de juros não impediu a fuga de capitais, demonstrando assim a aversão ao risco de países centrais em relação aos países emergentes.

A perda de reservas ocorreu devido à grande exposição dos mercados financeiros dos países centrais ao risco dos países emergentes, inclusive o Brasil, provocando a necessidade de desalavancagem, com uma grande demanda por dólares, em um curto período, de outubro a dezembro de 1997.

Em 1998 o Brasil sofreu com um forte movimento de reversão no fluxo de capitais de curto prazo, causado pela desconfiança do mercado financeiro quanto à viabilidade da manutenção do regime cambial de metas adotado pelo país.

Os impactos desse movimento geraram uma redução expressiva de US\$ 17 bilhões nas reservas, no período de janeiro de 1998 a janeiro de 1999.

Em março de 1999 houve significativo aumento na taxa de juros doméstica, que passou de 35 para 42% a.a., numa tentativa de reter os capitais externos, sendo gradualmente reduzida até alcançar a marca de 19% a.a., em setembro, encerrando o ano neste patamar.

No entanto, a partir de junho de 1999 a taxa Selic foi adotada formalmente para condução da política econômica e sustentação da meta de inflação, sendo o instrumento mais adequado à manutenção da estabilidade de preços, com um cenário de liberalização cambial. Com isso, as depreciações cambiais que ocorreram no Brasil entre 1999 e 2001, juntamente com a alta das taxas de juros, não chegaram a provocar uma recessão no país.

Em janeiro e fevereiro de 2001 o índice da taxa Selic era de 15,25% a.a., que foi a menor taxa apurada desde o início do Plano Real, sendo elevada sistematicamente até atingir o patamar de 19% a.a., mantendo-se neste nível até dezembro de 2001.

Em março de 2002 houve nova redução, sendo ela fixada em 18,25% a.a. e mantida neste nível até a reunião do Comitê de Política Monetária, de julho deste mesmo ano, quando foi estabelecida a redução para 18% a.a. Esta redução foi possível por estar compatível com a meta de inflação, ajustada para o ano de 2003, que era de 4% a.a.

Passados três meses, em outubro de 2002, em reunião extraordinária, o Copom decide por uma reversão drástica na tendência de redução da taxa Selic, fixando-a em 21% a.a. para o mês de outubro de 2002, encerrando este ano em 23% a.a.

Essa medida fez-se necessária pela ameaça de retorno da inflação, causada pela desvalorização cambial, que se agravava pelas incertezas em relação à sucessão presidencial, tornando a meta para a taxa Selic incompatível com a nova meta de inflação estabelecida para o ano de 2003.

Já em 2003 houve nova elevação na taxa Selic, atingindo 26,5% a.a. em fevereiro, mantendo-se neste nível até junho. Gradualmente, o Copom iniciou o

processo de redução da taxa juros que foi possível pela reversão das expectativas desfavoráveis e pelo declínio gradual da taxa de câmbio que recuou de R\$ 3,59, em fevereiro de 2003, para R\$ 2,93 em dezembro deste mesmo ano. Em 2006 houve a queda gradual da Selic, iniciando o ano com taxa de 18% e encerrando com taxa anual de 13,25%.

O ano de 2007 manteve-se em trajetória de queda na taxa juros, mas a partir de abril de 2008 o Bacen gradualmente promoveu novos aumentos, sendo que em agosto já alcançava o índice de 13% a.a., com o governo atuando fortemente sobre a política fiscal.

O efeito perverso da elevação da taxa de juros é de, ao atrair fluxo de capitais do exterior, gerar pressões e a consequente apreciação da taxa de câmbio.

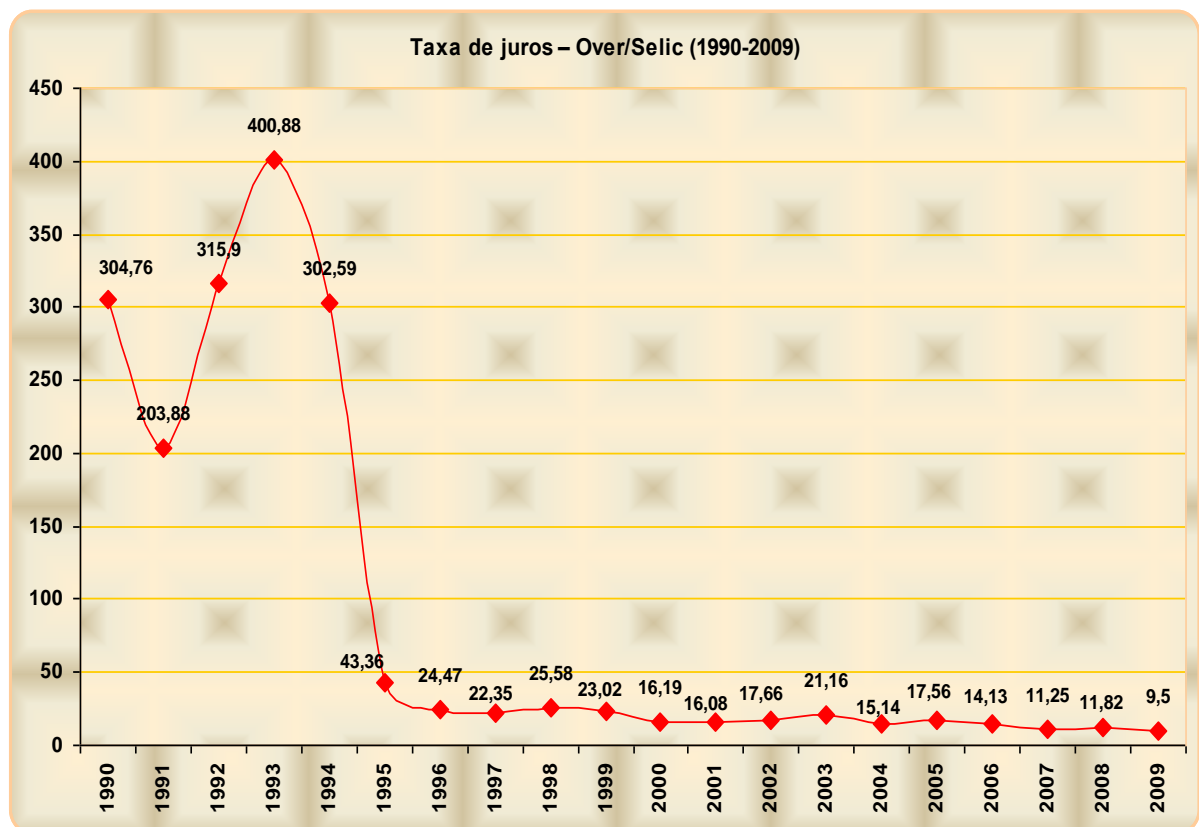


Figura 6: Taxa de juros – Over/Selic (1990-2009).

Fonte: Banco Central do Brasil (2010).

5.7 INFLAÇÃO E TAXA DE CÂMBIO

Na década de 1990 houve o início da reestruturação do Estado, com a abertura comercial e a liberalização da entrada de capitais estrangeiros no país, a partir de 1991. Essas medidas visavam a reduzir a inflação e buscar a estabilidade da taxa de câmbio para que, gradualmente, ocorresse a retomada do crescimento econômico, após uma década de estagnação.

Em 1990 a taxa de inflação alcançava 1.476% a.a. A taxa de câmbio sofria minidesvalorizações diárias de acordo com a inflação, refletindo assim uma taxa real fixa. A indexação e os aumentos de preços causaram uma forte aceleração da inflação nesse período.

Mas de outubro de 1992 a dezembro de 1994 houve alterações importantes na economia com o objetivo de acompanhar a inflação; em 1993 a inflação atingia níveis históricos, chegando ao patamar de 2.708% a.a., com uma média mensal de 32,04%, causando impactos financeiros para a sociedade pela perda do poder de compra, uma vez que os salários não eram reajustados na mesma velocidade e na mesma medida dos índices de inflação.

Dessa forma, a alternativa da política econômica para conter os aumentos de preços e promover a desindexação da economia era através de um choque heterodoxo, pelo congelamento de preços. Essa proposta tinha por objetivo eliminar a inflação passada e a indexação dos preços, buscando estabilidade do mercado, sendo pré-condição para que a política monetária de combate a inflação tivesse êxito.

Em 1994 foi utilizado o modelo de flutuação suja, como uma tentativa heterodoxa de combate à inflação. Essa medida provocou uma queda expressiva da inflação, causando uma forte remonetização do sistema. Nesse período as medidas de adoção da âncora cambial e a estabilização de preços reduziram drasticamente a taxa de inflação de cerca de 40% ao mês em 1994, para níveis próximos a 5% ao ano em 1997.

Em janeiro de 1999 a taxa de câmbio encontrava-se extremamente desvalorizada. Iniciava-se nesse período um processo de reestruturação da economia. Medidas como o modelo de flutuação cambial, o regime de metas de

inflação, a busca por um superávit primário do setor público, visavam à estabilização da economia, formando assim o novo tripé da política econômica.

Assim, em 1º de julho de 1999, após a crise cambial de janeiro deste mesmo ano, foi instituído o Regime de Metas de Inflação, complementando a transição para o regime de câmbio flutuante. A meta de inflação fixada pelo Bacen passou a exercer o controle sobre a política monetária e a taxa de câmbio a ser decorrência das taxas de juros adotadas e praticadas.

A meta inicial da taxa Selic foi fixada em 45% a.a., sinalizando que seria gradualmente reduzida à medida que a taxa de câmbio se estabilizasse. Com esse movimento, dava-se por concluído o processo de implantação do plano de estabilização, que tinha por objetivo não permitir o retorno da inflação e da indexação da economia.

Este modelo contribuiu para o aumento dos capitais especulativos.

Em 2000 houve um arrefecimento da pressão inflacionária, com um gradual processo de flexibilização, em virtude da redução da volatilidade na taxa de câmbio.

A maior causa da alta inflação foi o reajuste dos preços administrados como energia, gás de cozinha, transportes públicos e combustíveis, ancorados na política de reajuste de preços do governo.

Nos períodos em que foi adotado o modelo de metas de inflação, exceto no ano de 2000, as taxas de crescimento foram muito baixas, podendo ser justificadas pela política contracionista adotada, derivada de desequilíbrios no balanço de pagamentos.

Em 2001 houve uma expressiva desvalorização cambial, provocada por fatores internos e externos, com intensidade maior que a verificada em 1999, alcançando o pico em outubro de 2001, com uma taxa de R\$ 2,84 e desvalorização de 42,6%. Isso provocou o aumento na expectativa de inflação pelo repasse potencial da desvalorização do câmbio para os preços e pelo desequilíbrio entre oferta e demanda agregada.

Em agosto de 2001 houve o abandono da meta de inflação, fixada em 4% para aquele ano. Essa medida foi adotada pelo Bacen para que não houvesse impactos negativos sobre o desempenho econômico, pelo controle da inflação, que era de natureza temporária. A inflação efetiva neste ano chegou a 7,67%.

Em 2002, com a taxa de câmbio entre R\$ 2,31 e R\$ 2,48, houve um novo processo de desvalorização, chegando a R\$ 3,81 em outubro, encerrando o ano com a cotação de R\$ 3,63.

Fatores políticos relacionados ao primeiro governo do PT criaram uma crise de confiança no mercado, elevando o grau de inércia inflacionária aos maiores níveis desde a implantação do regime de metas de inflação.

A taxa de inflação teve uma redução considerável em 2003 pela valorização do real, que recuou cerca de 20% em um curto período, declinando de R\$ 3,55 em fevereiro para R\$ 2,87 em julho.

O regime de metas de inflação, entre 1999 e 2003, teve uma política extremamente restritiva, mantendo a taxa de juros em patamares elevados se comparados aos juros internacionais.

Um dos fatores responsáveis pelo não atingimento da meta de inflação neste período foi a elevada participação dos preços administrados ou controlados pelo governo, que variavam independentemente da oferta e da demanda. Isso demonstra que a taxa de juros não é eficaz no controle dos processos inflacionários, reduzindo-se a eficácia da política monetária adotada para o combate da inflação.

Para o cumprimento da meta de inflação faz-se necessário represar os preços livres, aqueles determinados pela oferta e demanda, para compensar a pressão exercida sobre os preços administrados. A taxa de juros Selic foi mantida, apesar de excessivamente elevada, a fim de conter a demanda agregada reprimida. Com isso ampliou-se o custo de combate inflacionário, materializado na redução da taxa de crescimento econômico, na elevação do desemprego, no baixo desempenho da economia e nas baixas taxas de crescimento do PIB, que, entre os anos de 1999 e 2003, foi de apenas 1,7% a.a.

No início de 2003 foram tomadas medidas de austeridade fiscal e de estabilidade de preços, com o regime de metas de inflação adotado pela autoridade monetária. Com a elevação da meta da taxa Selic e aumento da taxa de recolhimento do compulsório, reduziu-se o acesso ao crédito ao consumidor, evitando uma inflação de demanda, revertendo assim o processo de depreciação da moeda, o que acabou permitindo, mais tarde, a flexibilização da política monetária.

A manutenção da política de metas de inflação, no período de 2004, promoveu a valorização do real. Assim, a taxa de juros passou a ser usada para o

combate à inflação, encarecendo o crédito, inibindo os investimentos nas atividades produtivas e comprometendo o crescimento do país.

Com esses movimentos, empresários e investidores postergaram seus planos colaborando para uma desaceleração da inflação futura. A inflação elevou-se pela desvalorização cambial, causada pelo aumento dos preços, dos serviços comercializáveis e serviços administrados, aumentando os custos de produção dos setores que utilizavam estes bens, exercendo pressão indireta sobre a inflação.

No entanto, a taxa de inflação pôde ser contida em grande parte em função da apreciação da taxa de câmbio, porém neste caso, o déficit em transações correntes dispara, anunciando uma crise no médio prazo.

No quadro a seguir pode-se verificar que desde 1999 a política monetária brasileira ficou centralizada no Sistema de Metas de Inflação. O mecanismo do sistema de metas consiste em elevar a taxa de juros Selic sempre que o centro da inflação tender a ultrapassar o teto da meta. Com isso, pode-se verificar mudanças nas metas de inflação em 2003 e 2004, e de ajustes nas metas nos anos de 2003, 2004 e 2005.

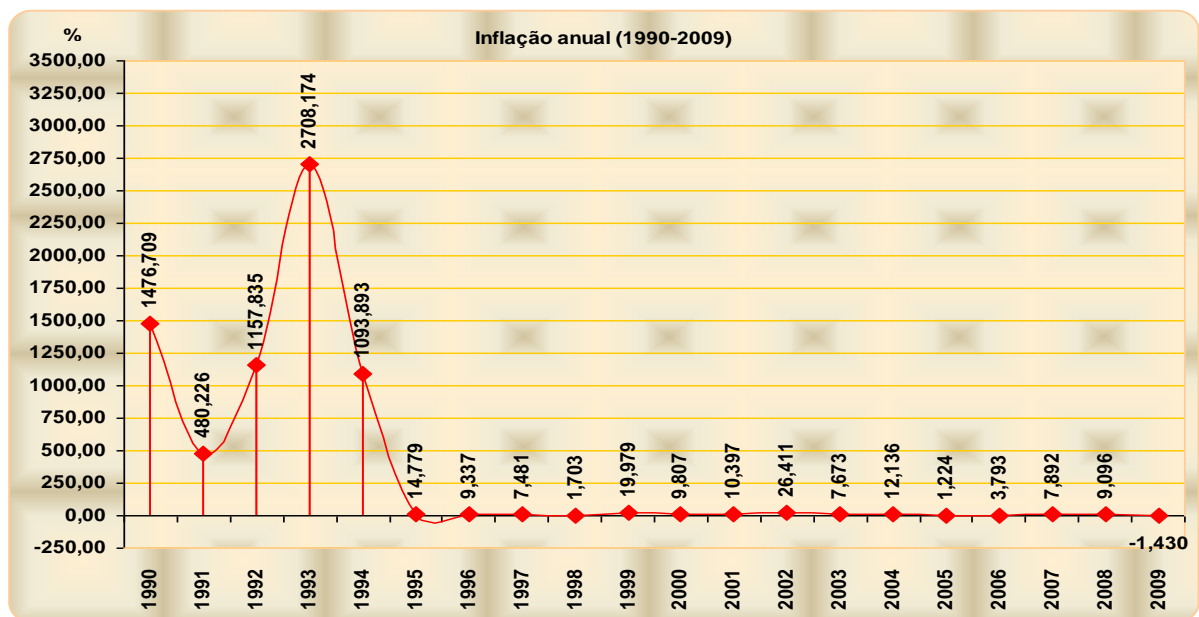
É fundamental perceber que, apesar das revisões nas metas de inflação nestes três anos, elas foram alcançadas em seus limites superiores, sem descontrole do processo inflacionário por parte do Banco Central do Brasil, já nos dois anos anteriores (2001 e 2002) as metas não haviam sido atingidas.

As altas taxas de inflação do período de 1999 a 2006 podem ser explicadas pelo componente inercial, que teve como causa principal as variações exógenas dos preços administrados, especialmente os contratos regidos por correção automática.

Tabela 3: Brasil: taxas efetivas, metas e intervalos de inflação – 1999-2009 (em %)

Anos	Metas de inflação (CMN)	Mudanças nas metas (CMN)	Metas ajustadas (CMN)	Intervalos (CMN)	Taxas efetivas de inflação (CMN)	Consecução das metas
1999	8,00			+ 2,00	8,94	Atingidas-limite superior
2000	6,00			+ 2,00	5,97	Atingidas – meta central
2001	4,00			+ 2,00	7,67	Não atingidas
2002	3,50			+ 2,00	12,53	Não atingidas
2003	3,25	4,00	8,50	+ 2,50	9,30	Atingidas – limite superior
2004	3,75	5,50	5,50	+ 2,50	7,60	Atingidas – limite superior
2005	4,50		5,10	+ 2,50	5,69	Atingidas – limite superior
2006	4,50			+ 2,00	3,14	Atingidas – limite inferior
2007	4,50			+ 2,00	4,46	Atingidas – meta central
2008	4,50			+ 2,00		
2009	4,50			+ 2,00		

Fonte: Banco Central do Brasil (2011).

**Figura 7:** Inflação anual (1990-2009) IGP-DI (% a.a.).

Fonte: Fundação Getúlio Vargas (2010).

Tabela 4: Dados consolidados variáveis econômicas

Período	Inflação - IGP-DI - (% a.a.) - FGV/Conj. Econ. - IGP - IGP_IGPDIG	PIB - var. real anual - (% a.a.) - IBGE/SCN 2000 Anual - SCN_PIBG	Balança comercial - (FOB) - saldo - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP - BPN_SBC	Dívida externa - US\$ (milhões) - BCB Boletim/BP - BM_DEXTEI	Dívida - total - setor público - líquida - (% PIB) - BCB Boletim/F. Públ. - BM12_DTSPY12	Taxa de Câmbio Efetiva Real ¹	Taxa de juros - Over / Selic - (% a.m.) - BCB Boletim/M. Finan. - BM12_TJOVER12
1990	1.476,71	-4,35	10.752	123.439	42,01	97,3	22,86
1991	480,23	1,03	10.580	123.910	38,14	106,29	31,17
1992	1.157,83	-0,47	15.239	135.949	37,06	103	25,92
1993	2.708,17	4,67	13.299	145.726	32,56	100,43	40,38
1994	1.093,89	5,33	10.466	148.295	30,01	73,31	3,80
1995	14,78	4,42	-3.466	159.256	27,98	71,13	2,78
1996	9,34	2,15	-5.599	179.935	30,72	69,62	1,80
1997	7,48	3,38	-6.753	199.998	31,83	68,34	2,97
1998	1,70	0,04	-6.575	241.644	38,94	75,41	2,40
1999	19,98	0,25	-1.199	241.468	44,53	103,1	1,60
2000	9,81	4,31	-698	236.156	45,54	100,89	1,20
2001	10,40	1,31	2.650	226.067	52,23	116,98	1,39
2002	26,41	2,66	13.121	227.689	60,64	158,01	1,74
2003	7,67	1,15	24.794	235.414	54,92	133,84	1,37
2004	12,14	5,71	33.641	220.182	50,58	127,39	1,48
2005	1,22	3,16	44.703	187.987	48,21	101,3	1,47
2006	3,79	3,96	46.457	199.372	46,96	99,99	0,99
2007	7,89	6,09	40.032	240.495	45,12	87,21	0,84
2008	9,10	5,14	24.836	267.067	38,39	106,51	1,12
2009	-1,43	-0,19	25.347		42,80	78,8	0,73

Fonte: Banco Central do Brasil e IPEADATA (20/05/2010).

6 CONCLUSÃO

No cenário econômico atual o câmbio é o preço que, por sua relevância, tem despertado o interesse e preocupação por parte dos economistas e agentes privados.

Em uma breve introdução buscamos chamar a atenção dos profissionais para a importância do entendimento a cerca dos fundamentos econômicos e mecanismos existentes para justificar e determinar a eclosão das crises cambiais.

Ao longo do capítulo 3 foram descritos os principais modelos de crises desenvolvidos formalmente a partir da década de 1970 que tratam especificamente das crises cambiais e bancárias. Os principais modelos estão divididos em primeira, segunda e terceira geração e demonstram de forma racional e consistente os movimentos que ocorrem nas variáveis macroeconômicas, especialmente nos países emergentes.

No capítulo seguinte, apresentamos as origens e os desdobramentos das crises cambiais e bancárias, nas décadas de 1990 e 2000, nos países emergentes.

Nesse sentido, verificou-se uma fragilidade relacionada à instabilidade econômica destes países, provocada tanto pelo regime de câmbio adotado quanto pela livre mobilidade de capitais. Essa fragilidade ficou evidente nas sucessivas crises cambiais experimentadas desde 1990, com motivações diferentes, mas consequências semelhantes, quais sejam, queda da atividade econômica, aumento do desemprego, desvalorização acentuada da moeda e retorno do equilíbrio através de superávits externos.

A partir da análise das crises cambiais, em especial a brasileira, e do desempenho dos fundamentos macroeconômicos do Brasil, observa-se a incapacidade de as variáveis macroeconômicas justificarem ou determinarem a eclosão das crises cambiais.

A perspectiva de nova recessão global pode, na prática, impactar na queda, volatilidade dos preços, inflação, câmbio e juros, na maioria dos países desenvolvidos e emergentes, afetando, assim, a dinâmica econômica dos países.

Especificamente, em relação à taxa de juros, sua elevação/redução acaba estimulando/arrefecendo a riqueza financeira, postergando/incentivando os agentes econômicos a pouparem/gastarem.

As variações nas taxas de juros tendem, também, a afetar as taxas de câmbio, influenciando o fluxo de capitais externos para o país, tornando os títulos públicos mais rentáveis, aumentando a entrada de curto prazo e determinando uma valorização cambial com pressão de baixa, direta e indireta, sobre o nível geral de preços. O inverso é verdadeiro.

Em contextos que acabem prevalecendo o regime de metas de inflação, a política monetária acaba subordinando a política econômica, uma vez que a maioria das autoridades econômicas entende que o controle da inflação é o objetivo principal da referida política.

No que diz respeito à economia brasileira, comparando-se a situação atual com a dos anos de 1980, 1990 e 2000, o ambiente macroeconômico contemporâneo possui menor nível histórico das taxas de juros; inflação ligeiramente sob controle; níveis recordes de reservas internacionais, situação líquida credora no mercado internacional, relação dívida pública/PIB estável etc. Enfim, os fundamentos macroeconômicos são mais sólidos.

Todavia, a dinâmica da economia brasileira continua altamente dependente do mercado internacional. Ou seja, a sustentabilidade do crescimento brasileiro depende da recuperação do mercado internacional.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, José Roberto Novaes de. **Economia monetária: uma abordagem brasileira**. São Paulo: Atlas, 2009.

ANDRADE, Joaquim Pinto de; DIVINO, José Ângelo. **Currency Crises in Brazil: the Role of the Fundamentals and the Rumors** (texto avulso) Brasília: Universidade de Brasília, 1999.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BAIG, T., GOLDFAJN, I. **The Russian default and the contagion to Brazil**. Rio de Janeiro: PUC. Departamento de Economia, mar. 2000. (Texto para Discussão, n. 420).

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Institucional**. Disponível em: <<http://www.bancocentral.gov.br>>. Acesso em: 2010 e 2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento. **Revista da Escola de Economia de São Paulo**, São Paulo, jun. 2011.

CALCAGNO, A. F.; MANUELITO, S. **La convertibilidad argentina: um antecedente relevante para la dolarización del Ecuador?** Santiago de Chile: Cepal, 2001. (Series Estudios Estadísticos Y Propsectivos)

CALVO, Guillermo; MENDOZA, Enrique G. Capital-markets crises and economic collapse in emerging markets: an informational-frictions approach. **American Economic Association Papers and Proceedings**, v. 90, n. 2, 2000.

CARNEIRO, Ricardo de M. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.13, 1999.

CARVALHO, Fernando J. C. de et al. **Economia monetária e financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CAVALCANTE FILHO, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998.

CHANG, R.; VELASCO, A. **Financial crises in emerging markets: a canonical model**. Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998. (Working Paper n. 98-1)

CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. **Paper tigers? A model of the Asian Crisis**. Cambridge, 1998. (NBER Working Paper Series, n. 6833)

CURADO, Marcelo L. **Rigidez Comercial, movimentos de capital e crise cambial**. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2001.

DAVIDSON, P. **International money and the real world**. 2. ed. Londres: Macmillan, 1992.

DAVIDSON, P. **Post keynesian macroeconomic theory**: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century. Vermont: Edward Elgar, 1994.

DIAMOND, D. W.; DYBVIK, P. H. B. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. **Journal of Political Economy**, v. 91, n. 31, 1983.

EICHENGREEN, B. **A globalização do capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 1996.

_____; ROSE, Andrew K.; WYPLOSZ, Charles. 1997. **Contagious Currency Crises**. Disponível em: <www://heiwww.unige~wyplosz>.

FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha. **Ensaio sobre economia financeira**. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

FLOOD, Robert P.; GARBER, Peter. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. **Journal of International Economics**, n. 17, 1984b.

FRANCO, Gustavo Henrique Barroso. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FRIEDMAN, Milton. The case for flexible Exchange rates. In: FRIEDMAN, M. (ed.). **Essays in positive economics**. Chicago: Chicago University Press, 1953.

FUNDAÇÃO DE ECONOMIA E ESTATÍSTICA SIEGFRIED EMANUEL HEUSER. **Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 16, n. 2, 1988.

FURASTÉ, Pedro Augusto. **Normas técnicas para o trabalho científico**. 11. ed. Porto Alegre: [s.ed.], 2002.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson/Addison Wesley, 2004. xxviii, 745 p. : il.

GOLDFAJN, Ilan; VALDÉS, Rodrigo O. Capital flows and the twin crises: the role of liquidity. **IMF Working Paper n° 97/87**. Washington: Fundo Monetário Internacional, 1997.

HALLWOOD, C. P.; MACDONAL, Ronald. **International money and finance**. 3rd. ed. [s/l]: Blackwell Publishers, 2000.

KREGEL, J. **Yes, "It" did happen again – a Minsky crisis happened in Asia**. New York: The Jerome Levy Institute, 1998. Working Paper n. 246. Disponível em: <<http://www.levy.org>>.

KRUGMAN, P. A model of balance of payment crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. II, n. 3, p. 311-325, ago. 1979.

_____. **Are Currency Crises Self-Fulfilling?** NBER Annual Macroeconomic Conference, 1996.

_____. **Uma nova recessão?** O que deu errado. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

_____. **Economia internacional: teoria e política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.

_____; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional: teoria e política**. São Paulo: Makron Books, 1999.

_____; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional: teoria e política**. 6. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LEMOS, M. B. **Espaço e capital: um estudo sobre a dinâmica Centro x Periferia**. Campinas. Tese (Doutorado em Economia) - Universidade Estadual de Campinas, 1988.

MAIA, Jayme de Mariz. **Economia internacional e comércio exterior**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

MASSON, Paul. **Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria**. IMF Working Paper, WP/98/142. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1998.

MEDEIROS, C. A. Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coréia. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 11, 1998.

MÉXICO. Banco de México. **Informe Anual**, p. 41-42, 1994. Disponível em: <www.banxico.org.mx/.../informes.../anual>. Acesso em: 5 dez. 2010.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1982.

_____. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários: teoria e a experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.

OBSTFELD, Maurice. The logic of currency crises. **Cahiers Economiques et Monétaires**, Paris, n. 43, 1994.

PASTORE, A.F.; PINOTTI, M. C. Política econômica, vulnerabilidade externa e crescimento. In: VELLOSO, J.P.R. (org). **O Brasil e o mundo no limiar do novo século**. Rio de Janeiro: J. Olympio, 1998.

PRATES, Daniela. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2002.

RESENDE, M. F. C. **Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento da Economia Brasileira**. Tese (Doutorado em Economia), Universidade de Brasília, 2003.

_____; AMADO, A. **Liquidez internacional e ciclo reflexo**: algumas observações para a América Latina. Belo Horizonte: Cedeplar, 2004. (Texto para discussão, n. 245).

_____. Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento da economia brasileira: 1947-2003. **Anais do XXXII Encontro da ANPEC**. João Pessoa, 2004.

REVISTA DE ECONOMIA CONTEMPORÂNEA, v. 11. n. 2, maio/ago. 2007.

ROSSETI, José Paschoal. **Introdução à economia**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SALANT, S.; HENDERSON, D. Market anticipation of government policy and the price of gold. **Journal of Political Economy**, v. 86, 1978.

SAMUELSON, P. Theoretical notes on trade problems. **Review of Economics and Statistics**, Cambridge, v. 46, n. 2, 1964.

_____. **Economia**. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2004.

SKURNIK, I. **Crises cambiais**: um estudo para o Brasil. Dissertação (Mestrado), Departamento de Economia, PUC-Rio, Rio de Janeiro, 1999.

SOROS, George. **A crise do capitalismo**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

SPINOLA, Noenio. **O futuro do futuro**: pequeno relatório de viagem ao mercado brasileiro de capitais e de trabalho no século XXI. São Paulo: Futura, 1998.

VIEIRA, Flávio Vilela. **Macroeconomia internacional**: teoria, modelo e evidências. Campinas: Alínea, 2008.