

Vulnerabilidade externa e ataques especulativos: a experiência brasileira recente *

Luiz Fernando de Paula e Antonio J. Alves Júnior

Introdução

A experiência com programas de estabilização que envolvem algum tipo de âncora cambial mostra que, de um modo geral, esses planos geram de início uma brusca queda da taxa de inflação, acompanhada de uma acentuada apreciação da taxa de câmbio¹. A moeda local valoriza-se em decorrência do diferente ritmo de crescimento do nível dos preços domésticos e estrangeiros num contexto onde a taxa de câmbio nominal permanece estável, causando uma considerável contração da conta de transações correntes do balanço de pagamentos, principalmente por causa do aumento do valor das importações. Normalmente, o déficit resultante vem acompanhado de um grande superávit da conta de capital, o qual além de permitir que esse déficit seja financiado, possibilita o crescimento das reservas internacionais do país. Este aumento vem como resultado da abundante entrada de capital estrangeiro atraído pelo sucesso inicial do plano de estabilização, geralmente combinado com reformas estruturais de cunho liberal.

Para reforçar o efeito desses fatores costuma-se adotar altas taxas de juros internos, atraindo ainda mais o capital financeiro externo. Com a introdução de políticas monetárias restritivas e a maior liberdade para investidores estrangeiros cria-se uma diferença de taxas de juros grande o bastante para atrair fluxos de capitais em busca de ganhos de arbitragem. O crescente ingresso de capital estrangeiro pode resultar em

* Traduzido por Ricardo Rosenbusch. Revisão técnica de Antonio Alves Jr e Luiz Fernando de Paula. Publicado em Ferrari Filho, L.F.; Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes, 2004.

¹ A dependência de fluxos de capital estrangeiro causa, entre outros problemas, a valorização da taxa de câmbio real, a expansão dos preços dos bens não-comercializáveis à custa dos comercializáveis o aumento do déficit comercial, o que pode deixar a economia do país cada vez mais vulnerável a fatores externos. Quanto a esse ponto, ver Gavin *et alli* (1995) e Corbo e Hernández (1996).

valorização ainda maior da moeda nacional, provocando maior crescimento das importações e prejudicando as exportações. Por outro lado, a necessidade de se manter altas taxas de juros para atrair capitais externos e o esforço visando a esterilizar esse fluxo (que também requer juros elevados) causam o aumento da dívida pública interna e a deterioração do equilíbrio fiscal.

Neste contexto, só será possível sustentar um déficit em conta de transações correntes maior e crescente se estiverem disponíveis níveis equivalentes de recursos externos de longo prazo, juntamente com investimento produtivo capaz de gerar, no futuro, um fluxo de divisas suficiente para pagar os vencimentos da dívida. É de importância fundamental a exata natureza do fluxo de capital entrante, visto que um dos grandes perigos dos planos de estabilização com âncoras cambiais é que uma inversão nesse fluxo leve a um desequilíbrio do balanço de pagamentos de tal magnitude que o governo não tenha mais condições de sustentar a âncora cambial. Surgem expectativas de desvalorização entre investidores internacionais, o que por sua vez restringe ainda mais o ingresso de capitais estrangeiros e, por conseqüência, reduz o nível de reservas. Isto pode ter efeitos prejudiciais sobre os preços domésticos e sobre o comportamento de investidores estrangeiros, ameaçando assim o esforço de estabilização.

Portanto, o desequilíbrio no balanço de pagamentos tem sua origem no fato de que, num mundo caracterizado pela crescente mobilidade de capitais, as políticas de estabilização são inerentemente desestabilizadoras. Isto porque, nessas condições, a adoção de uma política de estabilização doméstica pode ser, inicialmente, bem-sucedida, mas acaba por gerar um processo endógeno de deterioração nas variáveis econômicas (crescimento do déficit público e do déficit na conta de transações correntes, dependência do capital externo, etc) que pode deixar o país vulnerável a ataques especulativos contra sua moeda, ou seja, mais suscetível a crises cambiais (Kregel, 1999).

Muitas das críticas feitas ao programa de estabilização aplicado no Brasil em 1994 - conhecido como Plano Real² - apontam para as conseqüências do padrão de

² O Plano Real foi concebido com base nos mesmos princípios dos programas de estabilização com âncora cambial aplicados na América Latina desde a década de 80, usando uma taxa de câmbio fixa ou semifixa, juntamente com uma maior abertura comercial, como âncora de preços. Ele difere do Plano de Conversibilidade da Argentina por adotar uma âncora cambial mais flexível. No lançamento do programa brasileiro, em julho de 1994, o governo se propôs a manter a taxa de câmbio abaixo do teto da paridade com o dólar. Além disso, não se explicitou a relação entre mudanças na base monetária e movimentações de reservas, o que deixou certa liberdade de ação. Depois dos efeitos da crise mexicana, a política cambial foi reexaminada e, num contexto de uma banda cambial em lenta ampliação, o câmbio nominal começou a sofrer uma desvalorização gradual. No início de 1999, porém, após seis meses de pressões

financiamento dos déficits em conta de transações correntes e dos compromissos financeiros assumidos no passado recente. Afirma-se ainda, mais precisamente, que a manutenção de altas taxas de juros desde que o plano entrou em vigor atraiu capital externo de curto prazo em volume muitas vezes maior do que as necessidades indicadas pelo balanço de pagamentos, elevando assim o nível de reservas e induzindo a valorização real da moeda. Essa política gerou dois efeitos. Em primeiro lugar, a valorização cambial, em um contexto de liberalização comercial, resultou em considerável desequilíbrio dos déficits comerciais, uma consequência do crescimento das importações. Em segundo lugar, essa entrada de capitais acarreta compromissos em moeda estrangeira concentrados mormente no curto prazo, o que teria deflagrado uma incessante busca de fundos para refinanciá-los. Tem sido dito que os efeitos desta política econômica liberal agravaram a fragilidade financeira externa do Brasil, pois o país passou a depender cada vez mais de financiamento externo para cobrir déficits em conta de transações correntes.

Antes da crise cambial de 1998-99, o governo brasileiro sustentava que o crescimento das importações era consequência da reestruturação das atividades de produção industrial que estivera em andamento nos últimos anos - como resultado da interação dos processos de globalização, estabilização e privatização (Barros e Goldenstein, 1997) - e que os ganhos de produtividade assim obtidos ajudariam a gerar superávits comerciais suficientes para, a seu devido tempo, restabelecer a estabilidade do balanço de pagamentos. Afirmava-se também que a dívida de curto prazo estava sendo substituída por dívida de longo prazo e investimento estrangeiro direto, fato que permitiria a adequação da maturidade dos financiamentos à estratégia de reestruturação. Ademais, o alto nível de reservas cambiais era visto como uma "proteção" que o governo poderia usar para defender a moeda nacional contra ataques especulativos e fugas de capitais. Esse esquema resume o discurso do governo sobre a macroeconomia da estabilização. Da crença dos agentes na sua validade dependeu a evolução do Plano Real³.

especulativas, o *real* foi desvalorizado e logo depois o governo brasileiro adotou uma taxa de câmbio flutuante. Para uma análise geral da origem e do desenvolvimento do Plano Real, ver Silva e Andrade (1996) e Ferrari-Filho e Paula (2003).

³ Discutiremos esta questão na seção 3.1.

Este capítulo, que se propõe a avaliar a fragilidade financeira externa do Brasil no contexto do Plano Real⁴, – e demonstrar que, ao contrário do que afirmava o discurso do governo antes da crise, a tendência à maior fragilidade financeira externa deixou o país muito vulnerável a mudanças no contexto internacional, como demonstrou a série de crises iniciada em outubro de 1997 e finalizada em janeiro de 1999 com a desvalorização do *real*. O capítulo também procura explicar a crise brasileira de 1998-99 como um resultado da perda de confiança dos agentes econômicos na capacidade do governo de manter a política econômica prevalecente, bem como da dificuldade do FMI em lidar com crises financeiras internacionais. A Seção 2 começa expondo a postura oficial do governo brasileiro antes da crise, enfatizando as declarações proferidas sobretudo por Gustavo Franco, então diretor de Assuntos Internacionais e, posteriormente, presidente do Banco Central do Brasil, para quem a situação anterior a outubro de 1997 não significava risco algum de crise no setor externo, tornando desnecessária qualquer reformulação importante da política cambial ou mudança mais profunda das regras institucionais para a movimentação de capitais. A Seção 3 desenvolve um índice voltado para quantificar a evolução da fragilidade financeira externa, a partir do conceito de fragilidade financeira desenvolvido por Hyman Minsky. A idéia básica é considerar o país como um agente econômico operando na economia global. O índice é aplicado à economia brasileira nos anos anteriores e seguintes à introdução do real com o propósito de avaliar o grau de vulnerabilidade externa durante a vigência do plano. Esta seção analisa especialmente a crescente susceptibilidade do país a fugas de capitais e a ataques especulativos. À guisa de conclusão, a Seção 4 tece comentários sobre o impacto das crises internacionais à luz da fragilidade financeira do país.

2. Fragilidade externa e política cambial: posição oficial antes da crise

Uma das características mais marcantes do recente processo de estabilização do Brasil foi a forte valorização da moeda verificada com a entrada em vigor do Plano Real. Isto decorreu essencialmente da combinação de intensos fluxos de capitais

⁴ Para os fins deste artigo, consideramos que o Plano Real começou em julho de 1994, com a reforma monetária que lançou o *real*, e que terminou em janeiro de 1999, com a mudança do regime cambial, quando o governo adotou um sistema de câmbio flutuante. Justifica-se dizer que o plano terminou nesse momento, porque até então a taxa de câmbio semifixa representava a principal âncora do programa de estabilização.

atraídos pelas altas taxas de juros domésticas e do fato de ter sido adotada uma taxa de câmbio flutuante nos primeiros meses do programa. Os críticos da política cambial adotada por Gustavo Franco salientavam que um dos problemas do plano de estabilização era a existência de uma "defasagem cambial"⁵, que estaria causando déficits ainda maiores na conta de transações correntes do balanço de pagamentos e que seriam insustentáveis no longo prazo⁶.

Franco (1996, 1998) contestou a existência de defasagem cambial durante o Plano Real e afirmou que a valorização do câmbio resultou de um novo contexto macroeconômico de estabilização de preços e globalização em que o Brasil se encontrava. Sustentou que tanto a liberalização do comércio e dos fluxos de capitais como a política cambial de então (banda móvel) foram elementos fundamentais para a estabilização dos preços e a retomada do crescimento econômico, livre dos empecilhos que resultava do modelo de crescimento voltado para a substituição de importações.

Segundo Franco, inerente à noção de *atraso* ou *defasagem* encontra-se uma alusão a tempos passados, associados com contextos econômicos tipificados pela combinação de alta inflação e fuga de capitais, condições bem diferentes das do Plano Real. Afinal, a valorização da moeda acontece em quase todos os programas de estabilização bem-sucedidos, especialmente pelo efeito de aumentos nos preços de não-transacionáveis que contaminam o índice de preços e exageram a valorização da taxa de câmbio real. Franco (1998, pág. 134) argumentou então que o essencial era "saber se os níveis atuais são apropriados, ou seja, se a valorização do *real* é correta ou merecida" e disse acreditar que o *nível correto e prudente* para o déficit em transações correntes do Brasil, deveria ser da ordem de 3% do PIB⁷, como em outras economias emergentes.

Franco também acreditava que, no caso do Brasil, o déficit externo - embora alto - estava sendo adequadamente financiado com participação cada vez maior de capitais externos de longo prazo (principalmente investimentos diretos) e constituiria uma contribuição da poupança externa para o desenvolvimento brasileiro, uma vez que as importações eram mormente de bens de capital que ajudavam a melhorar a

⁵ Segundo Franco (1998, pág. 131), "*defasagem*" significa "fora de equilíbrio" ou, mais especificamente, que "a moeda nacional está muito mais cara relativamente à moeda estrangeira, ou acima do que seria correto, razoável ou consistente com o equilíbrio, o que quer que este possa ser".

⁶ Ver, por exemplo, Batista Jr. (1996) e Dornbusch (1997).

⁷ Tendo sido escrito em junho de 1996, quando Franco era diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil, este texto (Franco, 1998) teve ampla repercussão na imprensa brasileira.

competitividade da indústria brasileira⁸. Enquanto isso, segundo Franco, era preciso levar em consideração que a produtividade do trabalho vinha crescendo no Brasil à taxa média de 7% ao ano desde 1991, evidenciando as mudanças em andamento na estrutura de produção desde a abertura da economia ao exterior, que estavam modificando aos poucos o nível de competitividade do país. Nesta mesma linha de raciocínio, o ex-diretor de Política Monetária do Banco Central, Francisco Lopes, dizia achar que "o processo de estabilidade e abertura tende a gerar ganhos de produtividade que tornarão o Brasil mais competitivo, estimulando as exportações e reduzindo as importações. Essa é a nossa aposta. Mas é algo que não precisa ser planejado. O sistema de mercado se incumbirá disso melhor do que nós"⁹.

Resumindo, antes da crise cambial os formuladores da política do governo entendiam ser as seguintes as características do processo de reestruturação produtiva no Brasil: (i) o investimento doméstico ensejado pelas privatizações e pela entrada de investimento direto estrangeiro incrementaria a formação de capital fixo em quantidade suficiente para sustentar um novo ciclo de desenvolvimento; (ii) essa reestruturação traria consideráveis e contínuos ganhos de produtividade, suficientes para compensar a valorização da moeda e estimular uma vigorosa reação dos exportadores no médio e no longo prazo¹⁰; e, também, (iii) reverteria o grande aumento dos índices de penetração das importações na cadeia produtiva do Brasil.

Deste modo, as autoridades econômicas pareciam confiar num ajuste gradativo e espontâneo da balança comercial, com o crescimento da produção de bens comercializáveis que resultaria da reestruturação do setor industrial e da melhoria da competitividade de economia brasileira graças à maior abertura. No decorrer do tempo, o país testemunharia um aumento das exportações e uma diminuição do ritmo das importações, gerando superávits comerciais no futuro. Segundo este ponto de vista, a situação do Brasil, naquele instante, não implicava grande risco de crise cambial.

3. Fragilidade financeira externa do *Real*

⁸ Quanto a isto, ver as entrevistas a Gustavo Franco nos jornais *Gazeta Mercantil* de 18/11/96 e *O Globo* de 20/1/97.

⁹ Entrevista no *Jornal do Brasil*, 6/7/97.

¹⁰ As exportações seriam estimuladas também por medidas não-cambiais de promoção adotadas pelo governo, mediante linhas de crédito do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

3.1. Uma medida da fragilidade financeira externa¹¹

Fragilidade financeira

Minsky (1982, 1986) desenvolveu o conceito de fragilidade financeira como uma medida da capacidade (ou incapacidade) de uma economia de lidar com choques que afetem suas condições de financiamento (por exemplo, uma súbita alta das taxas de juros) sem que se desorganizasse o fluxo de pagamentos entre agentes econômicos¹². Para ele, a decisão de investir e a escolha de ativos envolvem uma escolha de meios de financiamento. Tomadas em conjunto, ambas as decisões definem a magnitude da vulnerabilidade da economia a mudanças desfavoráveis na situação econômica. Definindo as estruturas financeiras como a relação entre os fluxos de lucro previstos gerados por uma unidade econômica e seus compromissos financeiros, elas podem ser classificadas em *hedge*, *especulativas* ou *Ponzi*. E, em termos macroeconômicos, uma economia será mais ou menos frágil conforme a preponderância da proteção financeira ou de unidades especulativas.

As unidades *hedge* apresentam conduta financeira conservadora, São identificadas àquelas que mantêm margens de segurança entre lucros e obrigações financeiras suficientes para garantir que, em todo período futuro, os lucros ultrapassem a despesa com juros e amortização (a receita bruta prevista está algo acima das obrigações com pagamentos de dívidas). Se os juros aumentarem, estas unidades não terão ameaçada a sua capacidade de cumprir com suas obrigações, a menos que suas receitas sejam afetadas negativamente.

Unidades *especulativas* mantêm margens de segurança menores que as unidades *hedge*. Sua estrutura financeira é erigida sobre a suposição de que as condições financeiras não se deteriorarão a ponto de inviabilizar seus planos. Em geral, a receita bruta obtida nos períodos iniciais de um projeto, no caso das unidades especulativas, é insuficiente para saldar as amortizações iniciais da dívida, mas há expectativa de que nos períodos seguintes os agentes obtenham receita excedente que lhes permita compensar essa situação de déficit. Logo, estas unidades sabem, desde o início, que necessitarão de refinanciamento de suas obrigações. Nessas condições, *coeteris*

¹¹ Esta seção é uma versão modificada de Paula e Alves Jr. (1999, seção 3).

¹² Segundo a *hipótese de fragilidade financeira*, a aceleração do crescimento do produto leva as empresas a ficarem cada vez mais endividadas para ampliar a produção, enquanto o setor bancário atende à demanda de crédito. As flutuações cíclicas na economia surgem devido ao modo como as empresas

paribus, se os juros aumentarem também aumentarão as despesas financeiras, o que reduzirá o o valor presente do projeto financiado.

Os agentes econômicos que tomam financiamentos com prazos de vencimento menores que o projeto financiado adotam uma postura especulativa, pois sabem de antemão que terão de recorrer a um novo financiamento para cumprir seus contratos financeiros. Segundo Minsky, este padrão de financiamento é encontrado normalmente em alguns setores da economia mas se generaliza em economias em estado de euforia.

As unidades *Ponzi* podem ser vistas como um caso extremo de postura postura especulativa. Sua estrutura financeira é tal que, no futuro imediato, não obterão receita de capital bruta suficiente nem sequer para cobrir os pagamentos de juros vencidos e necessitarão de empréstimos adicionais para cumprir com suas obrigações financeiras. Elas são ainda mais vulneráveis ao aumento das taxas de juros do que as unidades especulativas, pois seu endividamento cresce mesmo que os juros não aumentem.

Uma das conseqüências analíticas do uso do conceito de fragilidade financeira é que o êxito de políticas monetárias contracionistas em controlar a demanda agregada sem gerar instabilidade depende do grau de fragilidade financeira da economia como um todo. Numa economia robusta, tipificada pela predominância de agentes com postura *hedge*, o efeito de um aumento das taxas de juros será o de reduzir gastos e lucros, sem, a princípio, inviabilizar o cumprimento dos contratos. No caso de uma economia frágil - isto é, onde a maioria dos agentes adotou estruturas financeiras postura especulativas - um aumento dos juros afetará diretamente o valor dos compromissos financeiros, deixando muitos desses agentes sem condições de pagar suas dívidas e desencadeando uma crise financeira.

Fragilidade financeira em economias abertas

Numa economia aberta, o conceito de fragilidade financeira tem uma dimensão adicional que inexiste nas economias fechadas. Quando se examina a relação contratual entre residentes e não-residentes, a taxa de câmbio futura e a definição do agente que assume o risco cambial são elementos-chave na composição de estruturas financeiras. A fim de aferir fluxos de receita e compará-los com obrigações financeiras vencidas para assim avaliar a fragilidade financeira de agentes residentes numa economia aberta, é

financiam suas carteiras, de sorte que a fragilidade financeira aumenta em períodos de crescimento porque se intensifica a atividade especulativa.

necessário estimar a taxa de câmbio que estará em vigor nas datas de pagamentos futuros.

A taxa de câmbio pode influenciar as estruturas financeiras de duas maneiras. Uma delas tem a ver com atividades operacionais. Dependendo da moeda em que se efetuem as receitas e despesas, o efeito direto na flutuação do câmbio pode ser positivo, negativo ou neutro. A outra maneira de a variação cambial afetar a saúde das empresas é pela via financeira. Neste caso, o efeito vai depender da moeda em que as obrigações financeiras devem ser quitadas. As possíveis combinações entre fluxos de receita, despesa e obrigações financeiras em moeda local e estrangeira dão lugar à existência de grande diversidade de agentes, refletindo a maior complexidade das economias abertas.

De todo modo, o resultado macroeconômico da conduta financeira dos agentes envolvendo fluxos de pagamentos e recebimentos em moeda estrangeira determinará a estrutura financeira do país. Tal estrutura será mais frágil quanto mais se torne difícil para o país cumprir seus compromissos financeiros, a menos que se recorra ao refinanciamento das obrigações de curto prazo e/ou à redução de suas reservas.

Quanto mais o comércio internacional e mercado financeiro são abertos, a taxa de câmbio depende em grande parte do comportamento real e esperado do balanço de pagamentos, que é um resultado não planejado da ação de agentes autônomos. Logo, é útil estimar até que ponto se pode sustentar a taxa de câmbio em função das reservas disponíveis e das entradas e saídas de moeda estrangeira no conjunto da economia. Por isso é importante calcular o grau de fragilidade externa do país: trata-se de avaliar em que medida ele depende de refinanciamento para preservar a estabilidade de seu balanço de pagamentos e da taxa de câmbio.

Fragilidade financeira externa

Com base em informações do balanço de pagamentos de um país podemos determinar seu grau de fragilidade financeira externa, em função da sua necessidade de recorrer ao mercado internacional de capitais para renegociar posições financeiras vincendas. Como o grau de fragilidade está relacionado com a capacidade que o país tem de pagar suas obrigações em moeda estrangeira, uma função do perfil destes compromissos, propõe-se, neste capítulo, um *índice de fragilidade financeira externa (IFE)*. Seu objetivo é, precisamente, refletir a evolução da estrutura financeira de um país, comparando suas obrigações reais e potenciais em moeda estrangeira com sua respectiva capacidade de pagamento; isto é:

$$IFE = (M + D_i + D_{OS} + A + CCP_{-1} + IPL_{-1}) / (X + R_i + R_{OS} + RE_{-1} + IED + E_{ml}),$$

onde:

M = importações;

X = exportações;

D = despesas com juros "i" e outros serviços (OS);

R = receitas de juros "i" e outros serviços (OS);

A = amortizações de empréstimos;

CCP_{-1} = estoque de capital de curto prazo, acumulado até o trimestre anterior;

IPL_{-1} = estoque de investimento líquido em portfólio, acumulado até o trimestre anterior ;

RE_{-1} = reservas oficiais, acumuladas até o trimestre anterior

IED = entrada de divisas correspondente a investimentos diretos;

E_{ml} = empréstimos de médio e longo prazo.

As obrigações com pagamento em *reais* compreendem gastos com importações e serviços mais amortizações de empréstimos. Obrigações *potenciais* são estoques de capital de curto prazo e investimentos em portfólio – acumulados desde o primeiro trimestre de 1991, de acordo com o valor registrado na balança de pagamentos - medidos com defasagem de um trimestre¹³. Essas variáveis representam as obrigações reais e potenciais mais importantes do país num dado trimestre. Elas podem ser "cumpridas" mediante reservas, receitas de exportações e outros serviços (juros e outros), empréstimos de médio e longo prazo e investimento direto estrangeiro.

Quanto maior o valor do índice, maior é a probabilidade de o país ser afetado por mudanças na situação internacional (por exemplo, modificações dos juros externos) e menor a sua capacidade de cumprir as obrigações financeiras mais imediatas, ficando mais dependente de refinanciamento externo ou de suas próprias reservas. Alternativamente, quanto menor o valor do índice, maior é a capacidade do país cumprir suas obrigações mais imediatas sem ter de recorrer a refinanciamento ou ao seu estoque de reservas. Na medida em que o índice diminui, a maior parte das obrigações

¹³ O capital acumulado de curto prazo e o investimento líquido em carteira foram defasados em um trimestre porque, para os fins deste estudo, ficou estabelecido que as obrigações só poderiam ser exigidas no trimestre subsequente ao de referência de sua entrada. O mesmo foi feito com as reservas, pois se entendeu que as obrigações de um determinado trimestre podem ser pagas com receitas cambiais do mesmo trimestre além de reservas acumuladas até o trimestre anterior.

reais e potenciais está sendo coberta por receitas correntes e por fontes de financiamento de mais longo prazo. Esta interpretação do índice de fragilidade financeira externa permite transpor o esquema de classificação de posturas financeiras elaborado por Minsky para o caso de países em uma economia global.

Sendo assim, uma economia aberta classifica-se como *hedge* se é capaz de cumprir plenamente suas obrigações reais e potenciais em moeda estrangeira (com relação ao fluxo de bens e serviços) sem precisar recorrer a refinanciamento. Isto significa que seus gastos correntes e compromissos financeiros - ambos em moeda estrangeira - são compatíveis com as receitas e com o grau de liquidez (também em moeda estrangeira) de seus ativos. Por sua vez, uma economia pode ser classificada como *especulativa* quando necessita do recurso ao refinanciamento (e/ou a perda de reservas) para pagar por seus gastos em transações correntes e obrigações financeiras de não-residentes.

Pode-se afirmar, então, que ao aumentar o financiamento de curto prazo o país agravará a sua fragilidade financeira se, no ano seguinte, as obrigações potenciais aumentam em relação às receitas financeiras obtidas durante o ano, às receitas correntes e às reservas. Quando isto ocorre, a manutenção de um balanço de pagamentos estável passará a depender cada vez mais de políticas econômicas que visem a atrair capitais de curto prazo.

Observação quanto às obrigações potenciais

Uma das propriedades deste índice é que o grau de fragilidade externa aumenta quando cresce o valor do estoque de investimento em portfólio, indicando que as obrigações de curto prazo em moeda estrangeira estão crescendo com relação aos ativos de longo prazo. Contudo, não se pode considerar líquido todo esse estoque de ativos. O grau de liquidez dos ativos reflete em que medida é possível vendê-los rapidamente sem que eles percam valor¹⁴.

Embora pode haver mercados organizados para os ativos que compõem o estoque de investimento em portfólio, sua liquidez depende do equilíbrio entre ordens de venda e de compra, de modo que as transações possam ser realizadas sem oscilações

¹⁴ Segundo Davidson (1992, pág. 46), "O grau de liquidez depende do grau de organização e ordenação do correspondente mercado à vista. Dependendo de práticas e instituições sociais, o grau de liquidez de todo ativo pode mudar conforme mudam as regras às quais está sujeito seu mercado de operações à vista. Os diferentes graus de liquidez de ativos se refletem em diferenças nos custos de transação e na

bruscas nos preços. De qualquer maneira, se todos os detentores de um determinado ativo quiserem vender ao mesmo tempo não será possível levar a cabo as transações sem grande queda do preço. Toda liquidação em massa de ações ou outros títulos ocasionaria consideráveis perdas de capital e, portanto, o valor do estoque em portfólio que poderia ser convertido em moeda estrangeira e enviado para fora do país no curto prazo é menor que o valor considerado no índice.

Apesar dessa dificuldade em se determinar o estoque de investimento em portfólio, a evolução do índice mostrará se o país tende a aumentar ou diminuir a sua fragilidade externa, uma vez que ele indica a relação entre as obrigações reais e potenciais mais imediatas da economia e os recursos disponíveis para honrá-las sem desencadear uma crise cambial. Logo, o índice deve ser visto apenas como um indicador de tendência, destinado a ponderar a importância das avaliações subjetivas de agentes econômicos responsáveis por ativos ou obrigações em moeda estrangeira quanto à situação internacional da economia.

Observação quanto ao IFE em condições de normalidade e instabilidade

Ao invés de empregar o conceito wickselliano de *equilíbrio natural*, isto é, um estado ou ponto determinado por condições *objetivas* do momento (como preferências e tecnologia) e ao qual a economia chegará cedo ou tarde, a teoria econômica pós-keynesiana emprega o conceito de o *equilíbrio normal*, por considera-lo mais adequado. O equilíbrio normal reconcilia a incerteza com as avaliações subjetivas dos agentes a respeito do futuro e da estabilidade da economia. Portanto, o que realmente importa ao se explicar o rumo tomado pela economia é o "estado de expectativas de longo prazo", mais do que as condições "objetivas" de longo período¹⁵.

O conceito de *normalidade*, tal como utilizado por de Keynes, relaciona-se com a existência de regras, convenções e instituições que garantem a continuidade da atividade econômica, a despeito das flutuações e interrupções que também caracterizam o capitalismo¹⁶. Associa-se a normalidade a fatos e acontecimentos recorrentes que podem ser observados com frequência, podendo assim ser previstos. Num estado de normalidade econômica, o que predomina na economia é o comportamento médio.

estabilidade do preço nominal ao longo do tempo no mercado à vista; quanto menores os custos de transação e/ou maior a inelasticidade, maior o grau de liquidez do ativo".

¹⁵ Neste particular, ver Carvalho (1992, cap. 2).

¹⁶ Segundo Keynes (1964, pág. 249), "a característica notória do sistema econômico em que vivemos é que, embora sujeito a fortes flutuações de produto e emprego, ele não sofre de violenta instabilidade".

Desde que os parâmetros comportamentais sejam estáveis, é possível prever o contexto macroeconômico com certa segurança. A continuidade é garantida por fatores exógenos, como os de natureza psicológica e aqueles ligados ao ambiente¹⁷. Esses fatores respondem pelo fato de a economia capitalista mostrar um notável grau de estabilidade. Por outro lado, condições normais também podem ser alteradas por fatores exógenos que provocam uma ruptura de regras, convenções e instituições vigentes, afetando a confiança dos agentes e levando-os a mudar seu comportamento. Em condições de instabilidade, não existem trajetórias comportamentais regulares e repetitivas nem comportamentos normais que os agentes possam prever.

No contexto das relações econômicas externas de um país, o conceito de normalidade tem a ver com o estado de confiança dos agentes na manutenção de certas práticas (por exemplo, a capacidade do governo de manter o regime cambial existente ou de controlar os *fundamentos* econômicos) e, também, com a crença de agentes residentes e não-residentes na sustentabilidade do balanço de pagamentos no longo prazo (por exemplo, a capacidade do país de financiar seu déficit em transações correntes, um aumento da participação de capitais de longo prazo no fluxo total de capitais entrantes ou uma expectativa de melhoria na balança comercial). Este será o marco de referência com base no qual os agentes formarão as suas expectativas. Portanto, em condições normais, o *índice de fragilidade financeira externa (IFE)* reflete os riscos de haver uma crise cambial quando a vulnerabilidade externa do país aumenta, o que geralmente resulta de piores condições para o financiamento de seu balanço de pagamentos. Assim, o IFE é um indicador de margens de segurança que mede a exposição ao risco de um país num contexto de normalidade.

Em períodos de instabilidade e crise, porém, uma diminuição do IFE - que num contexto de normalidade poderia significar menor fragilidade externa - pode apenas significar que o país foi vítima de uma crise externa como consequência direta da intensificação das saídas de capitais. Neste contexto, uma queda acentuada e contínua do nível de reservas - que servem como proteção contra ataques especulativos - indica que está havendo uma crise externa. Deste modo, em condições de piora de expectativas e baixo nível de reservas, o mesmo valor de IFE que num contexto de normalidade indicaria baixa vulnerabilidade indica agora uma situação externa crítica.

¹⁷ "Tão importantes quanto a psicologia 'certa' são os aspectos do meio que fortalecem a continuidade. Entre eles, ressaltam as instituições criadas para reduzir ou socializar a incerteza, coordenando planos e

A crise cambial pode ser provocada pela deterioração das expectativas dos agentes diante de uma modificação de fatores externos (por exemplo, diferença entre juros no país e no exterior, choque externo ou alguma debilidade na taxa de câmbio) e/ou por uma quebra de convenções que faz com que os agentes deixem de confiar que o governo consiga manter um determinado regime cambial¹⁸. Logo após a crise, o novo comportamento dos agentes pode gerar expectativas de choques financeiros externos mais intensos e freqüentes, mostrando que posturas anteriormente classificadas como hedge, segundo a taxonomia de Minsky, agora parecem excessivamente ousadas. Nessas condições, os agentes econômicos exigem do país um maior *spread* nas taxas de juros para atrair recursos ou evitar novas fugas de capitais, mas isto não garante que a crise cambial seja evitada.

3.2. Aplicação do índice de fragilidade externa na economia brasileira

Apresentamos nesta seção uma série do Índice de Fragilidade Externa (IFE) para a economia brasileira entre o segundo trimestre de 1992 e o segundo trimestre de 1999, com base em dados do balanço de pagamentos extraídos do Boletim Mensal do Banco Central do Brasil. O gráfico 1 mostra o comportamento do IFE no período mencionado, bem como o estoque de capitais de curto prazo e em portfólio (em milhões de dólares), representado no eixo da direita¹⁹. Os capitais de curto prazo e em portfólio aumentaram a partir de 1993 em virtude de diversos fatores, como a eliminação de controles sobre a conta de capital, a diferença entre juros internos e externos e a crescente diversificação de portfólio a nível global por parte dos investidores institucionais estrangeiros. É interessante observar que o comportamento da fragilidade financeira externa guarda relação direta com o estoque de capital de curto prazo e em carteira, com tendência ascendente a partir da introdução do real, no terceiro trimestre de 1994.

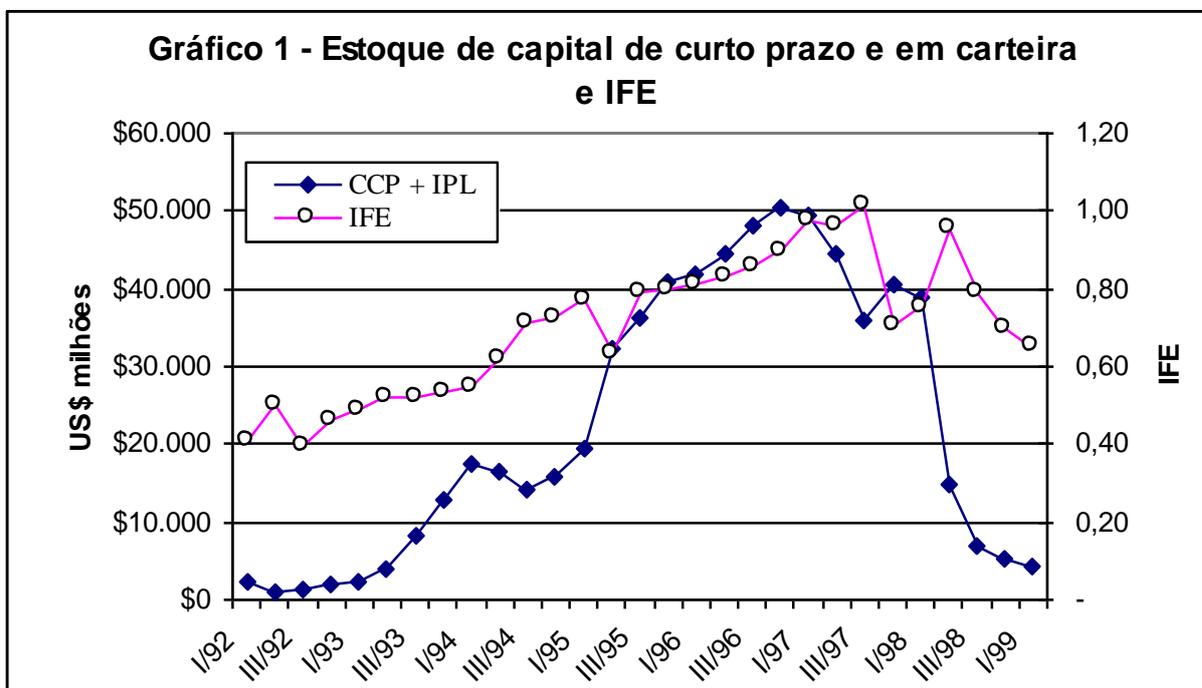
Por outro lado, observe-se que as tendências da balança comercial mudaram bastante com o Plano Real, ficando estreitamente ligadas à valorização do câmbio real ocorrida no período, assim como o levantamento de barreiras comerciais, conforme vemos na Tabela 2. Este resultado é previsível, uma vez que a evolução da balança

atividades. A mais importante delas é o surgimento de contratos a termo expressos em moeda que ligam o presente ao futuro" (Carvalho, 1992, págs. 27-8).

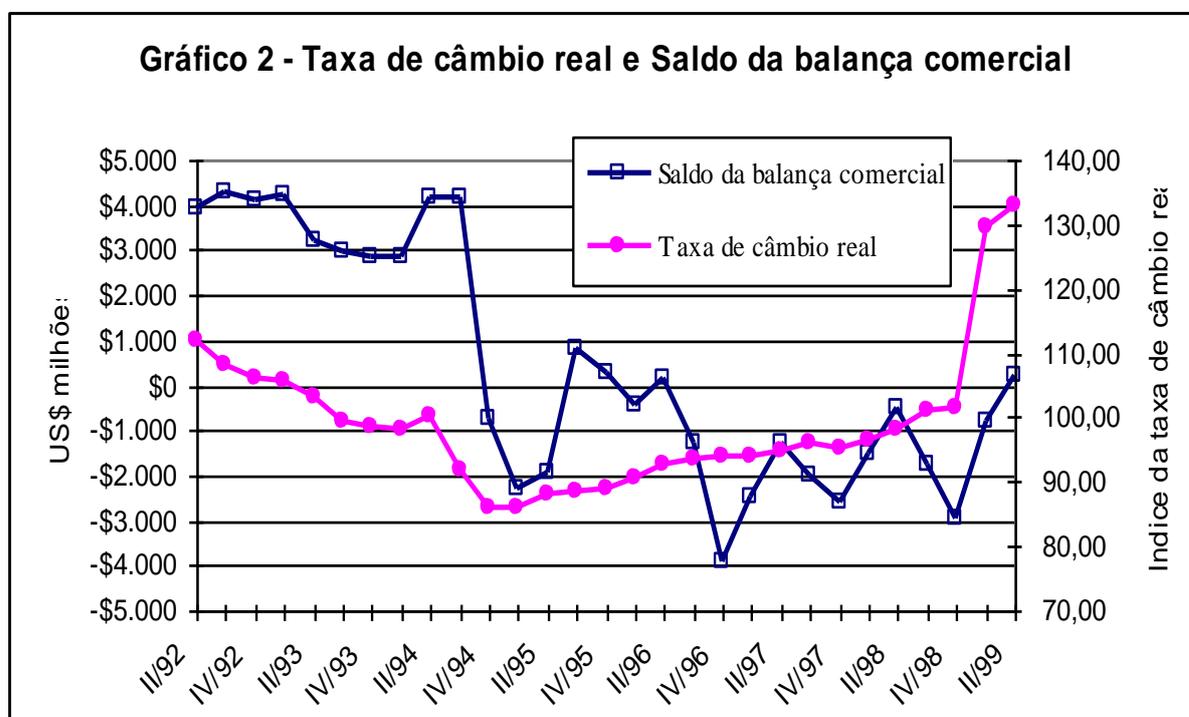
¹⁸ Pode-se ler a nossa análise teórica das crises cambiais em Alves Jr., Ferrari e Paula (1999-2000).

¹⁹ A Tabela 1, em anexo, contém os dados que compõem o índice de fragilidade financeira externa.

comercial tem sido o principal fator responsável pela deterioração da conta de transações correntes.²⁰



Fonte: Tabela 1



²⁰ Segundo o Boletim de Conjuntura de julho de 1997, publicado pelo Instituto de Economia da UFRJ, nos primeiros três anos do Plano Real a balança comercial foi responsável por cerca de 2/3 do aumento do déficit em conta de transações correntes.

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, várias edições.

Nota: A taxa de câmbio real aqui empregada é calculada deflacionando a taxa de câmbio nominal pelo índice de preços no atacado (IPA).

Aparentemente, este ponto reforça a idéia de que nos quatro primeiros anos do programa de estabilização a taxa de câmbio não era adequada para as características da economia brasileira e seu padrão de financiamento externo. Afirmou-se que ela era incorreta diante dos déficits crescentes no saldo de transações correntes e do fato de que, contrariamente à opinião do ex-presidente do Banco Central do Brasil, Gustavo Franco, o financiamento de longo prazo desses déficits não bastava para impedir o aumento da fragilidade financeira externa. Com efeito, a evolução do índice indica que o influxo de capitais de longo prazo se mostrou insuficiente para colocar as obrigações financeiras do Brasil em correspondência com a sua capacidade de gerar divisas mediante transações correntes. Por conseqüência, foi necessário lançar mão do financiamento de curto prazo, deixando o país vulnerável a mudanças das expectativas de curto prazo formadas por especuladores internacionais.

Esta situação foi o resultado de uma política que se propôs a atrair capital de curto prazo - empréstimos em moeda e investimentos em portfólio - nos anos 1990²¹, com o intuito de eliminar restrições externas impostas pela crise da dívida da década anterior, tirando proveito da crescente oferta de recursos no sistema financeiro internacional num contexto de globalização financeira. Com isto, houve significativo aumento no volume de capitais de curto prazo e, ao mesmo tempo, nos níveis de reservas do país. No período anterior ao Plano Real, o índice de fragilidade financeira apresentou apenas um ligeiro aumento, o que pode ser atribuído sobretudo aos superávits na balança comercial, bem como ao incremento nas reservas. Portanto, foi durante o Plano Real que a fragilidade externa do Brasil atingiu um patamar mais elevado e sua tendência ascendente ficou mais acentuada, com o maior volume de entrada de capitais de curto prazo e o explosivo crescimento das importações.

Contudo, após a crise asiática o índice passou a ter comportamento instável, embora seu movimento geral indique uma tendência descendente, resultante da rápida saída de capitais do Brasil. Como vimos na seção anterior, por se tratar de um índice

²¹ O Anexo IV à Resolução 1.289 do Conselho Monetário Nacional (CMN, estabelecido em 31 de maio de 1991) dispunha sobre investimentos em portfólios de títulos e valores mobiliários mantidos no Brasil por investidores institucionais estrangeiros, conferindo-lhes considerável liberdade de ação para alocar recursos a ativos e às operações autorizadas e dispensando-os da obrigação de cumprir as exigências de porcentagem mínima dos outros Anexos (I, II e III).

que mostra se a fragilidade externa do país tende a crescer ou diminuir, o IFE é adequado num contexto de normalidade definida da forma já mencionada neste capítulo. No caso do Brasil, no contexto do Plano Real, a normalidade estava intimamente ligada à confiança de agentes residentes e não-residentes na estabilidade, na manutenção do regime de câmbio (um regime de *crawling peg*) e na sustentabilidade do balanço de pagamentos²². Esta confiança criou um contexto macroeconômico onde predominava uma espécie de "convenção de estabilidade" e os agentes acreditavam na sustentabilidade macroeconômica das políticas de estabilização de preços. Por outro lado, a crise cambial esteve associadas à extinção do contexto de normalidade prevalecente, em função da deterioração das expectativas dos agentes, que perdem a confiança na capacidade do governo manter o regime cambial e sustentar o equilíbrio do balanço de pagamentos. Neste novo contexto, o IFE deve ser analisado de outra maneira, pois numa crise cambial sua tendência descendente indica uma situação externa difícil causada por crescentes saídas de capitais e esvaziamento das reservas cambiais.

A evolução de variáveis externas e seus efeitos na vulnerabilidade do país podem ser acompanhados detalhadamente em função do comportamento do índice, que parece marcar cinco períodos importantes na evolução da fragilidade financeira externa da economia brasileira: (1) o período entre o segundo trimestre de 1992 e o fim do segundo trimestre de 1994, em que se observa uma certa estabilidade da fragilidade externa e a existência de superávits comerciais; (2) o período entre o terceiro trimestre de 1994 e o primeiro de 1995, começando com o lançamento da nova moeda e a considerável liberalização das importações e encerrando-se com a crise mexicana e seu *efeito Tequila*; (3) o breve período de diminuição da fragilidade externa que terminou no terceiro trimestre de 1995, quando a balança comercial apresentou uma recuperação rápida e efêmera; (4) o período entre o último trimestre de 1995 e o fim de 1997, caracterizado por grandes déficits da balança comercial e de serviços e pelo crescimento contínuo da fragilidade externa e, já no final, pelos efeitos da crise asiática; (5) um período final que vai do primeiro trimestre de 1998 até o segundo de 1999, marcado pela instabilidade macroeconômica após uma breve e aparente recuperação da crise asiática, quando o Brasil foi afetado pela crise russa e sofreu intensa retirada de capitais

²² A sustentabilidade do balanço de pagamentos de um país tem a ver com a sua capacidade de financiar adequadamente o déficit em conta de transações correntes no longo prazo, para que o país possa não só

de curto prazo, o que levou ao abandono da do regime de *crawling peg* no início de 1999.

Ao longo do primeiro período a balança comercial foi sempre positiva, o que refletia a competitividade que os produtos exportáveis nacionais haviam alcançado principalmente devido ao câmbio real desvalorizado em relação ao atual, pelo efeito das minidesvalorizações vigentes à época (ver Figura 2). Os investimentos em portfólio já então eram bastante significativos, em parte atraídos pela possibilidade de se efetuar "operações em box" que permitiam ao investidor internacional, por meio do uso do mercado de derivativos, simular o ambiente de aplicações de renda fixa e obter juros reais expressivos²³.

Ao mesmo tempo, observa-se que os efeitos do investimento em portfólios sobre o comportamento do índice são contrabalançados por um significativo crescimento dos empréstimos de médio e longo prazo e do investimento direto estrangeiro. O grande fluxo de entrada de capital estrangeiro no Brasil ao longo desse período fez o volume de reservas crescer de US\$ 13,7 bilhões no primeiro trimestre de 1992 para cerca de US\$ 40 bilhões no segundo trimestre de 1994. Enquanto isso, a movimentação de capital de curto prazo oscilou, com respeitáveis saídas líquidas até o fim de 1993 e crescimento acelerado de entradas líquidas desde então até o fim do segundo trimestre de 1994. No entanto, quase não houve aumento do estoque de capital de curto prazo nesse período, o que ajudou a manter o índice constante.

Com a introdução da nova moeda - o *real*, que se valorizou rapidamente acima dos níveis do período anterior graças a uma política de altas taxas de juros primários combinada com uma "banda cambial assimétrica"²⁴ - e a liberação das importações, a partir de setembro de 1994, a tendência de superávit na balança comercial sofreu uma brusca inversão. Ao mesmo tempo, a conta de serviços apresentava maiores déficits, sobretudo na área de serviços não-financeiros, especialmente viagens internacionais, seguros e fretes. Por outro lado, no primeiro trimestre de 1995, o investimento em

"cumprir" suas obrigações externas como melhorar o desempenho da sua balança comercial no longo prazo.

²³ A taxa nominal de juros dividida pela desvalorização cambial no período dá a rentabilidade do investidor externo em moeda estrangeira. Por sua vez, com as "operações em box", que combinam operações nos mercados *spot* e de derivativos, os investidores estrangeiros podem obter no Brasil retornos em renda variável similares aos do mercado de renda fixa, aproveitando as vantagens tributárias que lhes garantia o Anexo IV.

²⁴ Segundo Bacha (1997, pág. 181), nos termos da "banda cambial assimétrica", o Banco Central incumbiu-se de intervir caso o *real* tendesse a desvalorizar-se, ficando acima da paridade, mas deixaria o mercado operar livremente se a tendência fosse a da valorização do real frente ao dólar.

portfólio, os empréstimos de médio e longo prazo e o investimento direto caíram abruptamente em cerca de US\$ 11 bilhões com relação ao trimestre anterior quando estourou a crise mexicana, provavelmente pelos efeitos que gerou sobre as expectativas dos não-residentes quanto à liquidez e à rentabilidade de suas aplicações. O influxo líquido de capitais de curto prazo apresentou comportamento errático no período, mantendo-se num patamar elevado no início, caindo bruscamente no fim de 1994, como resultado do *efeito Tequila*, e continuando a subir no primeiro trimestre de 1995, o que indica que esse tipo de capital é mais sensível a mudanças da política monetária e a expectativas de crise cambial.

Uma das conseqüências dessas movimentações do período foi a grande queda nas reservas do Brasil, que perderam 25% do seu volume inicial entre o lançamento do Plano Real e o fim do primeiro trimestre de 1995. O índice de vulnerabilidade externa do Brasil deu um salto significativo, atingindo seu pico no primeiro trimestre de 1995. Em março desse ano, em decorrência da crise mexicana e dos maus resultados da balança comercial, teve início uma nova fase de política econômica caracterizada por maior flexibilidade em política cambial e comercial, mediante um sistema de minibandas cambiais e o aumento das tarifas de importação em 70% para 109 tipos de produtos, inclusive automóveis e eletrodomésticos²⁵. Simultaneamente, o governo elevou bruscamente a taxa de juros básicos, medida que foi fundamental para reter um considerável volume de recursos externos, ao estimular a entrada de capitais de curto prazo.

No terceiro período, iniciado no segundo trimestre de 1995, com a mudança da política cambial e comercial e a adoção de medidas econômicas fortemente contencionistas (taxas de juros elevadas e restrições ao crédito) foi possível equilibrar a balança comercial: as exportações - que haviam caído muito no primeiro trimestre desse ano, provavelmente na expectativa de uma desvalorização - começaram a crescer, enquanto as importações começaram a se estabilizar. Todavia, o essencial é que o investimento direto, os empréstimos de médio e longo prazo e os investimentos em portfólio cresceram consideravelmente, assim como o capital de curto prazo, cujo fluxo líquido de entrada ultrapassou os US\$ 11 bilhões no período, evidenciando o êxito do governo ao enfrentar o *efeito Tequila* e em reconquistar a confiança dos agentes

²⁵ A partir de março de 1995, o governo mudou a sua política cambial, desvalorizando o *real* em cerca de 6%, em termos nominais, e adotando uma política de pequenas desvalorizações mensais - por meio de uma banda cambial estreita e deslizamento suave - que foi mantida até o início de 1999.

econômicos no Plano Real. Graças a isto, houve rápida recuperação de reservas, que saltaram de US\$ 31,5 bilhões no segundo trimestre de 1995 para US\$ 46,6 bilhões no terceiro trimestre do mesmo ano. O acelerado restabelecimento do nível de reservas e a entrada de investimentos diretos e empréstimos de médio e longo prazo foram fatores decisivos para a diminuição do índice de fragilidade financeira externa da economia brasileira no período.

No quarto período, a partir do quarto trimestre de 1995, a balança comercial não repetiu os superávits da fase anterior mas se manteve estável ou diminuiu ligeiramente até o segundo trimestre de 1996, para depois decrescer rapidamente até atingir seu mínimo no último trimestre desse ano (com déficit em torno de US\$ 3 bilhões), devido ao efeito combinado de uma certa estagnação de exportações e do aumento das importações, que novamente cresceram muito. Isto respondia à retomada do crescimento econômico do Brasil, em meio a uma política mais expansionista, e à ineficácia das medidas não cambiais aplicadas para impulsionar as exportações, além da queda dos preços de algumas *commodities* brasileiras no mercado internacional. Com isso, o IFE começou a aumentar, atingindo quase de imediato os níveis da fase do *efeito Tequila* e chegando ao ponto culminante por volta do fim de 1997.

Neste período, além da influência do capital de curto prazo, contribuíram também para elevar o índice de fragilidade os gastos com serviços não-financeiros, sobretudo fretes e viagens internacionais, sendo estes últimos estimulados pela valorização da moeda e por facilidades para o financiamento de compras com cartão de crédito. Por outro lado, o gasto com juros e amortizações resultante do estoque acumulado de empréstimos de médio e longo prazo passou a crescer desde o início de 1996, ainda que no caso das amortizações tenha havido oscilação durante o período. As variáveis que tiveram bom desempenho e ajudaram a evitar um aumento ainda maior do índice a partir do início de 1996 foram as captações de empréstimos de médio e longo prazo e a entrada de investimentos diretos.

Note-se que pouco antes do ataque especulativo de outubro de 1997 o índice de fragilidade externa atingiu seus níveis mais altos desde o lançamento do *real*, refletindo a elevada vulnerabilidade externa do Brasil durante a crise asiática. O ataque especulativo ao *real* em outubro de 1997 provocou uma considerável redução do capital de curto prazo e dos níveis de reservas, pondo em evidência a fragilidade externa do *real*. O que evitou a crise cambial foi a ação ágil do governo, que vendeu parte de suas vultosas reservas internacionais (elas caíram de 61,2 bilhões em setembro de 1997 para

51,4 bilhões de dólares em dezembro do mesmo ano), fixou os juros básicos em nível altíssimo (de 21% para 44% a.a.) e aumentou a oferta de instrumentos de *hedge* ao vender títulos públicos indexados ao câmbio, de modo a frear o processo especulativo que estava em andamento. Além disso, o governo brasileiro anunciou um duro pacote fiscal e medidas para atrair capitais. No entanto, a decepção causada pelos deslizamentos no ajuste fiscal em 1998 e o contínuo crescimento da dívida pública ajudaram a firmar a impressão de que o Brasil ainda era vulnerável, pois as autoridades pareciam incapazes de melhorar os fundamentos econômicos, especialmente o déficit do setor público: o governo prometera um forte ajuste fiscal mas não tinha cumprido a promessa. Após a desvalorização de meados de agosto de 1998, a crise da Rússia gerou imediatas pressões sobre os mercados emergentes e afetou de modo especial a conta de movimento de capitais do Brasil²⁶. Como a saída de capitais seguiu durante todo o segundo semestre de 1998, o governo brasileiro lançou mão mais uma vez de um forte aumento das taxas de juros (para 42,2% no fim de outubro) e do aumento da oferta de instrumentos de *hedge*, vendendo títulos públicos com ajuste cambial e anunciando também um forte esforço de ajuste fiscal²⁷, enquanto mantinha o regime cambial em vigor. Para reforçar essas medidas, e considerando que elas de fato reduziram o ritmo da saída de capitais, embora não a tenham interrompido- o governo brasileiro recebeu um pacote de assistência financeira de US\$ 41 bilhões estruturado pelo FMI para apoiar seu programa de ajuste, considerado de "natureza preventiva"²⁸. Entretanto, como de modo algum estava claro de que forma se daria a pré-aprovação na prática, já que as condições do FMI eram onerosas e complexas, e considerando que a imagem do Fundo piorara desde o fracasso da sua intervenção na Ásia, o "pacote" não conseguiu restaurar a confiança dos mercados financeiros em que o Brasil seria capaz de defender a sua

²⁶ A liquidação de títulos Brady brasileiros para cobrir perdas em títulos russos e o acúmulo de posições de curto prazo nos instrumentos da dívida externa do Brasil resultaram em arbitragem de investidores residentes à procura do melhor retorno oferecido por esses títulos sobre o "risco brasileiro". Caiu também consideravelmente o volume de instrumentos de dívida e ações em mãos de não-residentes e as saídas de capitais de residentes ocorreram de outras formas. No conjunto dos fluxos de saída, a maioria foi de não-residentes. Pode-se ver uma análise das crises brasileiras no *World Economic Outlook* do FMI, dezembro de 1998, especialmente o Quadro 1.1.

²⁷ O governo brasileiro anunciou um programa de ajuste fiscal por três anos, incluindo uma série de medidas de redução de despesas e aumento de receitas, visando a gerar superávits primários do setor público consolidado (2,6% do PIB em 1999, 2,8% em 2000 e 3% em 2001) suficientes para estabilizar a relação dívida pública/PIB no ano de 2000.

²⁸ Do valor total, o FMI entregaria US\$ 18,1 bilhões na forma de um acordo de *stand-by* de três anos, cerca de US\$ 14,5 bilhões viriam de 20 governos, com a colaboração do BIS. Porém, só a primeira parcela de US\$ 5,3 bilhões do Fundo ficou disponível depois da aprovação do pacote pela diretoria da instituição, em 2 de dezembro, enquanto as outras parcelas seriam liberadas no curso de 1999,

moeda²⁹. Quando ficou claro que emprestadores e investidores estrangeiros não voltariam enquanto o câmbio não fosse ajustado, o Brasil se viu obrigado a deixar a sua moeda flutuar, em janeiro de 1999.

Portanto, no quinto e último período aqui analisado, iniciado com o ataque especulativo de outubro de 1997, a variação do IFE é irregular, dependendo acima de tudo, do movimento de capitais, embora a sua tendência geral seja de queda. Este período caracterizou-se pela instabilidade macroeconômica, sendo marcado por intensas pressões contra a moeda nacional que levaram a uma maxi-desvalorização do *real* e à mudança do regime cambial, com o abandono do regime cambial prevaiente e a adoção do regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. A causa inicial da diminuição do índice foi uma súbita e forte contração dos capitais de curto prazo e investimento em portfólio (cerca de US\$ 8 bilhões), bem como uma redução das amortizações³⁰ (cerca de US\$ 9 bilhões), cujo resultado foi uma queda de US\$ 9,8 bilhões nas reservas apenas durante o quarto trimestre de 1997. Com a sua bem-sucedida defesa do *real*, o governo brasileiro conseguiu recuperar em parte a confiança dos investidores estrangeiros, pois as fugas de capitais foram estancadas no primeiro semestre de 1998. A economia brasileira voltou a apresentar uma certa "aparência de normalidade" confirmada pelo aumento das reservas, que chegaram a US\$ 70 bilhões no fim de junho de 1998 (contra US\$ 40 bilhões em julho de 1994, início do Plano Real). Com o restabelecimento dos fluxos de capital, o IFE voltou ao nível anterior à crise.

Mas no segundo semestre de 1998 e no primeiro trimestre de 1999, quando a economia brasileira recebeu o contágio da crise russa, houve forte saída de capitais do país (fluxo negativo líquido de US\$ 33,7 bilhões, incluindo capitais de curto prazo e investimentos em portfólio) que provocaram uma queda de cerca de US\$ 37 bilhões nas reservas cambiais, cujo nível chegou a US\$ 32,8 bilhões no primeiro trimestre de 1999, abaixo do nível do início do Plano Real. Essa redução acabou com a idéia de que o alto nível de reservas funcionava como um "escudo" para o *real*. Note-se que, de acordo com a Tabela 1, os empréstimos de médio e longo prazo estagnaram no primeiro

dependendo da implementação de medidas fiscais essenciais e de uma revisão também efetuada pela diretoria do FMI.

²⁹ As crises asiáticas foram um típico "processo de deflação de dívida" e, nessas circunstâncias, o uso de políticas convencionais que tratavam das crises cambiais como se fossem crises do balanço de pagamentos só fez piorar a situação na Ásia. A este respeito, ver Kregel (1998). Para uma avaliação geral crítica das recentes políticas do FMI, ver Feldstein (1999).

³⁰ A súbita e acentuada redução nos valores de amortização de empréstimos ocorreu porque o financiamento de curto prazo (momento de transações comerciais) não foi rolando pelos bancos estrangeiros nos períodos de crise externa.

trimestre de 1999, quando os bancos estrangeiros restringiram fortemente o crédito a empresas brasileiras, sobretudo aquele destinado ao comércio internacional. O único fator que compensou a saída de capitais foi o investimento direto estrangeiro, que se manteve abundante durante todo o período, na sua maior parte proveniente dos programas de privatização e aquisição de firmas nacionais por empresas transnacionais. No segundo trimestre de 1999, após a mudança do regime cambial, o fluxo de saída de capitais diminuiu e permitiu uma leve melhoria no nível das reservas, que passaram de US\$ 32,9 bilhões para 40,4 bilhões. Como a saída de capitais foi reduzida mas não foi interrompido, o IFE apresentou tendência de queda nesse período crítico, comportamento característico de períodos de crise cambial e/ou externa.

4. Comentários finais

Os ataques especulativos ao *real*, assim como as fugas de capitais, em outubro de 1997 e no segundo semestre de 1998 parecem ter resultado de uma combinação de "crise de contágio" - originada nos efeitos das crises asiática e russa - com atividades especulativas deflagradas por operadores do mercado que perceberam visíveis desequilíbrios na macroeconomia brasileira³¹. O efeito de contágio foi evidenciado pela queda do preço dos títulos emitidos pelo Brasil (e por todos os países emergentes) e negociados nos mercados financeiros internacionais, bem como pelas perdas sofridas por operadores globais em aplicações nos mercados acionários da Ásia e da Rússia. Os dois fatos levaram investidores do mercado brasileiro a venderem suas posições em *reais* a fim de cobrir suas perdas em outros mercados.

Na verdade, a moratória russa não só causou grandes prejuízos a importantes instituições financeiras ocidentais como fez com que elas vendessem ativos em mercados emergentes para cobrir essas perdas, criando assim um fluxo de saída de capitais desses países. O Brasil foi particularmente afetado porque os mercados de ações e títulos Brady brasileiros são os de maior dimensão e liquidez entre os países emergentes, desempenhando importante papel nas estratégias globais de arbitragem. Por

³¹ Em seus estudos (por exemplo, Krugman, 1997), Krugman diferencia crises cambiais e ataques especulativos em três casos: (i) aqueles associados a graves inconsistências de política macroeconômica, geralmente relacionado a um dilema entre uma política interna expansionista e uma política cambial que vise a manter o câmbio fixo a longo prazo; (ii) aqueles que não tem a ver com os chamados *fundamentos econômicos*, sendo originados por processos puramente especulativos; e também (iii) crises de contágio, que acontecem quando um *crash* financeiro em um país desencadeia *crashes* similares em outros países e que pode fazer com que a crise cambial se propague.

outro lado, o mercado financeiro internacional reconheceu na economia brasileira aspectos também presentes na economia russa: grande e crescente déficit do setor público, política de estabilização com base no câmbio, valorização da moeda e crescentes déficits externos mantidos mediante a entrada de capitais de curto prazo atraídos pelo diferencial de juros, além de vulnerabilidade à queda do preço dos produtos exportados (*commodities*)³².

No que tange a fundamentos econômicos duvidosos, a tendência insustentável das contas externas expunha o Brasil ao risco de uma crise cambial. O alto grau de fragilidade financeira externa deixava a economia brasileira sujeita a mudanças bruscas na situação internacional. Como mostramos neste capítulo, existe clara evidência de que o grau de fragilidade financeira externa do Brasil aumentou ao longo do Plano Real e sobretudo em 1996 e 1997, principalmente porque as obrigações em moeda estrangeira - reais e potenciais - não foram cobertas por receitas correntes e fontes de financiamento de prazo mais dilatado, deixando o país em sistemática dependência do refinanciamento externo.

As autoridades econômicas pareciam subestimar os efeitos de uma possível mudança na situação internacional, tentando convencer o mercado de que o *real* era um verdadeiro baluarte. A idéia básica era que os grandes déficits comerciais resultavam do processo de reestruturação industrial por que passava o Brasil e que, no médio prazo, esse processo traria ganhos de produtividade suficientes para compensar a valorização da moeda. O risco cambial dessa estratégia seriam minimizados pelo fato de o déficit ser financiado de maneira sadia, segundo se afirmava, utilizando para isso uma porcentagem cada vez maior de capitais estrangeiros de longo prazo. Ademais, o alto nível de reservas seria um "escudo protetor" contra qualquer tentativa de ataque especulativo à moeda brasileira.

Entretanto, o que aconteceu no Brasil provou que o financiamento de longo prazo dos crescentes déficits em conta de transações correntes não bastava para acabar com a fragilidade financeira externa. Conseqüentemente, o Brasil teve de recorrer ao refinanciamento externo, aumentando os já vultosos estoques de títulos e créditos com vencimento próximo e deixando a economia brasileira cada vez mais vulnerável a mudanças nas expectativas de curto prazo dos investidores estrangeiros. A crise cambial brasileira esteve diretamente associada à desagregação do contexto de normalidade

³² Quanto a isto, ver UNCTAD, *Trade and Development Report, 1999*, Capítulo III.

existente desde o início do Plano Real e à piora das expectativas diante desse contexto, pois os agentes econômicos deixaram de confiar na capacidade do governo manter o regime cambial e sustentar o equilíbrio do balanço de pagamentos. Concebido como um programa de "natureza preventiva", o pacote de ajuda financeira liderado pelo FMI não conseguiu recuperar a confiança dos mercados financeiros quanto às chances de que o Brasil pudesse defender a sua moeda, pois de modo algum estava claro de que forma se daria a pré-aprovação, na prática, dos desembolsos. Além disso, a imagem do Fundo piorou desde o fracasso da sua intervenção na Ásia. A economia brasileira também foi prejudicada pelas crises financeiras da Ásia e da Rússia, desencadeadas em curto espaço de tempo, e pela recessão internacional de 1997-98.

Há semelhanças e diferenças entre a crise brasileira e as crises do Leste asiático e da Rússia³³. Em todos os três casos, a tentativa de se mudar a banda de intervenção do regime cambial causou de imediato a perda de confiança e o colapso da moeda. Porém, se no Leste da Ásia e na Rússia as crises provocaram uma quebra dos sistemas bancário e financeiro e falências generalizadas no setor privado, no Brasil apenas alguns bancos ficaram insolventes e nenhuma grande empresa faliu. Esta diferença se deve ao fato de que o setor empresarial do Brasil não apresentava grande endividamento junto ao sistema bancário e, também, que os bancos brasileiros exibiam solidez financeira graças à reestruturação que se seguiu à crise do setor em 1995-96 e ao fato de ser consenso geral a opinião de que a moeda estava sobrevalorizada - muitos bancos já previam a desvalorização. Portanto, os bancos eram grandes detentores da dívida pública vinculada ao dólar e vários deles - comerciais e de investimento - registraram altíssimos lucros por terem tomado posições futuras prevendo a desvalorização do real. Essa foi uma das razões que determinaram a relativa benignidade da crise cambial brasileira³⁴. Por outro lado, à diferença do Leste da Ásia, no Brasil o governo e o Banco Central é que estavam mais expostos em moeda estrangeira, por terem emitido títulos da dívida vinculados ao dólar que foram adquiridos por investidores residentes e não-residentes.

Encerramos este capítulo citando Kregel (1999), para quem "a principal semelhança entre as recentes crises financeiras é que elas teriam sido deflagradas por uma brusca inversão do fluxo de capitais que aparentemente foi provocada por um

³³ Veja uma análise comparativa das crises do Leste asiático, da Rússia e do Brasil em UNCTAD, *Trade and Development Report, 1999*, Capítulo III.

processo endógeno de deterioração das condições econômicas, causado pelo capital que entrara no país sob o estímulo do sucesso de políticas de estabilização interna [...] ou seja, uma política de estabilização bem-sucedida traz a semente da sua autodestruição na forma de um excessivo afluxo de capitais que vêm aproveitar as diferenças de rentabilidade" (p. 26). [...] Portanto, "a crise não é causada por políticas insustentáveis, mas pela tentativa de se instaurar políticas sustentáveis num contexto de mercados de capitais totalmente livres. Isto acaba inviabilizando o sucesso dessas políticas pelo efeito dos fluxos de capitais" (p. 31). A recente crise brasileira não é muito diferente das de outros países que adotaram planos de estabilização baseados no câmbio e sofreram crises cambiais por tentarem implementar políticas sustentáveis enquanto davam inteira liberdade aos fluxos de capitais.

Referências

- ALVES Jr., A., FERRARI, F. e PAULA, L. F. R. "The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson's Proposal to Reform the International Monetary System". *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (2): 209-227, inverno 1999-2000.
- BACHA, E. L. "Plano Real: Uma segunda avaliação", em *O Plano Real e Outras Experiências Internacionais de Estabilização*. Brasília, IPEA/ECLAC, 1997.
- BATISTA Jr., P. N. "O Plano Real à Luz da Experiência Mexicana y Argentina". *Estudos Avançados*, 10 (28): 128-197, setembro de 1996.
- BARROS, J. R. M. e GOLDENSTEIN, L. "Avaliação de processo de reestruturação industrial brasileiro". *Brazilian Journal of Political Economy*, 17 (2): 11-31, abril de 1997.
- CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and Post Keynesians*. Cheltenham, Edward Elgar, 1992.
- CORBO, V. e HERNÁNDEZ, L. "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience". *The World Bank Research Observer*, 11 (1): 61-85, fevereiro de 1996.
- DAVIDSON, P. *International Money & the Real World*. Londres, Macmillan, 2^a Edição, 1992.
- DORNBUSCH, R. "Brazil's Incomplete Stabilization and Reform". *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:367-404, 1997.
- FELDSTEIN, M. "Self-Protection for Emerging Market Economies". *Working Paper 6907*. Cambridge, MA, NBER, 1999.

³⁴ Para uma análise do comportamento dos bancos durante as crises externas de 1997/89, ver Paula *et al* (2001).

- FERRARI-FILHO, F. and L.F. PAULA (2003). "The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy". *Investigación Económica*, vol. LXII, 244: 57-92. April-June.
- FRANCO, G. H. B. "The Real Plan". *Discussion Paper* 354. Rio de Janeiro, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, abril de 1996.
- _____. "A Inserção Externa e o Desenvolvimento". *Brazilian Journal of Political Economy*, 3 (71):121-147, julho de 1998.
- GAVIN, M., HAUSMANN, R. e LEIDERMAN, L. "The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues". *Working Papers Series* 310. Washington, Banco Interamericano de Desenvolvimento, 1995.
- KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Nova York, Harcourt Brace, 1964.
- KREGEL, J. "East Asia is not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and debt Inflation". Em JOMO, K. S. (ed.), *Tigers in Trouble*, Londres, Zed Books, 1998.
- _____. "Was There an Alternative to the Brazilian Crisis?" *Brazilian Journal of Political Economy*, 3 (75):23-28, julho de 1999.
- KRUGMAN, P. "Currency Crises". Mimeografia, 1997.
- LÓPEZ, J. "Mexico's Crisis: Financial Modernization and External Financial Fragility". *Cuadernos de Trabajo* 37, México, Universidad Nacional Autónoma de México, 1997.
- MINSKY, H. *Can "IT" Happen Again? Essays on Instability & Finance*. Armonk, Nova York, M. E. Sharpe, 1982.
- PAULA, L. F. R. e ALVES Jr., A. J. "Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real". *Brazilian Journal of Political Economy*, 19 (1):72-92, janeiro de 1999.
- PAULA, L.F., A. J. ALVES, Jr. and M.B.L. MARQUES (2001). "Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil durante o Plano Real (1994-1998)". *Estudos Econômicos*, 31(2): 285-319, April-June.
- SILVA, M. L. F. e ANDRADE, J. P. "Brazil's New Currency: Origin, Development and Perspectives of the Real". *Revista Brasileira de Economia*, 50 (4): 427-67, outubro de 1996.

Tabela 2
Dados que compõem o Índice de Fragilidade Financeira Externa - Brasil, I/92 - II/99
 (Valores em US\$ milhões)

Período	X	M	Ri	Di	Ros	Dos	A	CCP	RE	IPL	IED	Eml
I/92	7.860	4.654	218	2.469	1.130	1.784	(2.656)	567	13.741	1.333	1487	2156
II/92	8.647	4.725	269	1.325	990	1.924	(1.166)	290	18.109	1.947	850	3242
III/92	9.525	5.227	251	3.146	954	2.213	(1.827)	(968)	17.682	2.104	224	1780
IV/92	10.071	5.972	304	1.425	903	2.039	(1.498)	(870)	19.008	2.281	275	2129
I/93	9.454	5.206	280	3.281	1.109	2.495	(2.189)	(1.290)	17.960	3.285	302	1661
II/93	9.246	6.044	257	1.806	996	2.679	(2.262)	(1.647)	18.814	4.007	135	3133
III/93	10.371	7.400	188	1.755	1.070	2.895	(2.467)	(1.368)	20.116	5.366	186	3054
IV/93	9.873	7.050	91	2.427	1.273	3.187	(2.643)	(553)	25.878	8.931	388	3737
I/94	8.877	6.049	286	1.775	1.320	2.883	(2.760)	1.408	32.295	11.455	659	2270
II/94	11.225	7.088	457	2.226	1.223	2.864	(2.509)	4.286	40.131	13.026	670	2396
III/94	12.182	8.023	478	1.329	1.267	3.366	(2.667)	3.002	40.873	13.364	424	2640
IV/94	11.275	12.007	580	2.810	1.246	4.178	(3.051)	(449)	36.471	14.611	488	4304
I/95	9.731	12.065	684	1.789	1.534	4.563	(2.762)	4.966	31.530	10.989	711	918
II/95	11.718	13.651	552	3.652	1.704	4.141	(3.189)	7.176	31.492	12.268	663	4317
III/95	12.729	11.917	534	1.797	1.666	4.252	(2.217)	16.283	46.614	16.121	811	5.264
IV/95	12.328	12.030	715	3.405	1.712	3.864	(2.858)	19.218	50.449	16.905	1.100	4.238
I/96	10.286	10.738	618	2.485	1.945	3.921	(4.120)	22.087	54.331	18.782	1.221	3.946
II/96	12.617	12.477	627	3.550	2.217	4.414	(2.835)	22.017	58.639	19.786	3.256	6.301
III/96	12.955	14.235	762	2.563	2.002	5.545	(3.114)	23.581	57.381	21.031	1.385	3.527
IV/96	11.889	15.837	911	4.160	2.081	6.232	(4.355)	25.304	59.039	22.944	3.718	9.028
I/97	10.656	13.132	1.048	2.017	1.607	5.483	(2.963)	24.623	58.120	25.843	2.752	3.279
II/97	14.130	15.409	933	4.468	2.306	6.190	(8.423)	20.211	56.795	29.126	4.237	8.474
III/97	14.899	16.929	1.118	2.732	2.217	6.717	(4.322)	13.510	61.161	31.012	4.462	8.927
IV/97	13.301	15.888	922	5.192	2.294	6.934	(13.049)	7.788	51.359	28.244	6.413	8.190
I/98	11.901	13.413	981	2.503	2.365	5.507	(3.982)	7.670	67.772	33.031	3.171	14.817
II/98	14.067	14.557	1.010	4.702	2.245	6.329	(6.613)	2.332	70.060	36.495	5.849	10.100
III/98	13.492	15.270	1.107	3.236	2.364	7.613	(10.947)	(12.855)	44.986	27.781	9.337	7.382
IV/98	11.660	14.633	797	5.402	2.353	6.728	(12.045)	(19.546)	43.617	26.392	8.158	9.374
I/99	10.042	10.862	526	3.384	2.267	4.413	(18.212)	(21.333)	32.873	26.544	7.204	2.707
II/99	12.404	12.200	513	5.409	2.031	4.895	(10.953)	(23.407)	40.417	27.554	5.054	10.301

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, várias edições

Nota: CCP e IPL são agregados desde o primeiro trimestre de 1991.