

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**UM CONTO DE DUAS CRISES: AS CRISES DE 1999 E DE 2002**

Michael Douglas Schuch Woods  
Nº de matrícula 0124303

Orientador: Armínio Fraga Neto  
Co-orientador: Márcio G. P. Garcia

Dezembro de 2004

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

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

## **Agradecimentos**

Ao meu orientador Armínio Fraga pela inspiração, confiança e direção que tem me dado, tanto na monografia quanto na minha carreira.

Ao meu co-orientador Márcio Garcia pelo bom humor eterno, as piadas boas e ruins, e por ser uma prova viva de que a excelência acadêmica e profissional podem conviver com o temperamento alegre e jovial.

Aos meus pais pelo amor incondicional em todos os momentos da minha vida.

Ao meu irmão e melhor amigo, pelo seu exemplo de disciplina e trabalho, e por sempre ser capaz de me fazer rir.

A minha família, maluca como sempre, mas feliz como sempre também.

Ao meu companheiro de estudo eterno Bruno, pela ajuda tanto em trabalhos e provas quanto nas dicas musicais.

Aos meus amigos, por me manterem feliz e sano e sem os quais meu curso não teria tido tanta graça.

Aos demais professores que tanto me ensinaram de economia e da paixão pelo conhecimento.

A todos aqueles que de alguma maneira me influíram e me ajudaram a me tornar quem sou hoje.

## Índice dos Capítulos

<i>1. Introdução</i>	<u>5</u>
<i>2. Um Modelo de Crise Cambial</i>	<u>7</u>
<i>3. A Crise de 1999</i>	<u>13</u>
<i>4. A Crise de 2002</i>	<u>23</u>
<i>5. Conclusão</i>	<u>32</u>
<i>6. Referências Bibliográficas</i>	<u>Erro! Indicador não definido.</u>

## 1. Introdução

Essa monografia analisa as crises cambiais sofridas pelo Brasil em 1999 e 2002, comparando-as e analisando as causas próximas e fundamentais de ambas as crises. A crise de 1999 é vista sob um modelo de ataque especulativo a um câmbio fixo, usando uma taxa de câmbio flutuante sombra para identificar o momento exato da ocorrência do ataque especulativo, que causa um pulo discreto das reservas cambiais, assim evitando um pulo discreto do nível de câmbio e possibilidades racionais de lucro certo.

A crise cambial de 2002 é analisada sob uma ótica de perda de confiança na solvência fiscal do país, tanto devido a fatores econômicos, mas principalmente devido a fatores políticos, no caso a eleição de um candidato de tradição política de esquerda e um discurso histórico de pregação do *default* da dívida externa. Tal desconfiança acabou por levar tanto a um ataque cambial, aliviado em grande parte pelo uso do câmbio flutuante, quanto a uma fuga em massa do capital externo, provocando forte alta da curva futura dos juros. A crise se deu sobre os moldes de um *self-fulfilling prophecy*. Além do mais, fortes fatores culturais endógenos ao Brasil contribuíram para uma forte alta da inflação, devido a fuga da moeda em direção de commodities e outras possibilidades de reserva de valor.

Seriam as crises inevitáveis dados a política fiscal e monetária então vigentes? Seriam estas incompatíveis com a situação econômica do país? Ou seriam as crises causadas por fatores exógenos, sejam estes econômicos, como crises em outros países em desenvolvimento, ou políticos?

Essa monografia sugere que embora as causas imediatas da crise cambial de 1999 sejam incertas, a causa fundamental seria a incompatibilidade da política fiscal praticada pelo governo e a política monetária sustentada pelo banco central. No caso de 2002, embora houvessem de fato riscos quanto ao não pagamento da dívida devido somente a uma análise da perspectiva econômica da nação, não havia grande incompatibilidade entre a taxa de câmbio flutuante, embora de maneira suja, e a política fiscal fortemente restritiva praticada pelo governo. Desse modo, essa crise deve ser enxergada como reação do mercado financeiro, e

ainda do mercado como um todo, à probabilidade crescente da eleição de um candidato com tradição de discurso desconcertante.

Esse trabalho está dividido em cinco capítulos, além desta introdução. No capítulo 2, é introduzido um modelo de ataque especulativo a um câmbio fixo, e uma visão geral da natureza de tais ataques. No capítulo 3, é visto o caso da crise cambial de 1999 usando o modelo previamente discutido, além de ser descrito uma breve síntese da cronologia desse ataque e de suas causas mais imediatas, incluindo ataques a outros países, principalmente na Ásia. No capítulo 4, a crise de 2002 é analisada, incluindo tanto os fatores políticos quanto econômicos, incluindo interessantes fatores culturais nacionais que tiveram forte impacto sobre o desenvolvimento da crise. No capítulo 5, concluímos que a crise de 1999 se deveu primeiramente a fatores econômicos enquanto que a de 2002 principalmente a fatores políticos, e que enquanto a primeira teve um ar de inevitabilidade a segunda poderia ser descrita como não necessária no que se refere estritamente ao plano econômico.

## 2. Um Modelo de Crises

Definimos uma crise do balanço de pagamentos como uma perda de confiança na capacidade ou vontade do Banco Central de manter uma taxa de câmbio fixa no futuro. É importante frisarmos que não necessariamente deve ocorrer uma incapacidade do Banco Central de manter a taxa de câmbio a um dado nível, apenas que os custos associados a tal política cambial e monetária sejam demasiadamente altos para os formadores de política econômica. Normalmente tais custos envolvem a elevação da taxa de juros nominal a níveis muito altos e políticas restritivas, que podem ser politicamente inviáveis. Mesmo diante de uma situação onde a defesa cambial é possível, a autoridade monetária pode preferir uma flutuação a enfrentar uma crise.

Um bom exemplo dessa situação onde a defesa cambial era possível mas onde o governo optou pela flutuação é o do krona sueco durante a crise do SME em 1992. A elevação dos juros “overnight” a uma taxa estratosférica de 500% aa permitiram a defesa bem sucedida do krona em setembro e outubro de 1992, mas após nova crise em meados de novembro, o Riksbank sueco permitiu a flutuação do krona. O contexto político da época é fundamental para entender a atitude do Riksbank, permitindo uma flutuação após árdua defesa da paridade cambial. A necessidade de defender o câmbio por parte do Riksbank adivinha de um desejo de demonstrar a capacidade da Suécia de entrar na Comunidade Européia. A manutenção do câmbio era motivada portanto por aspectos mais políticos do que propriamente econômicos. Com a recusa do povo dinamarquês de assinar o tratado de Maastricht, a eventual unificação econômica européia parecia mais distante, e os custos associados à saída do SME se tornaram menores. Com a saída da Inglaterra e da Itália do SME na “Quarta-feira Negra” de 16 de setembro e a flutuação espanhola, qualquer incentivo que a Suécia tinha de brigar pela manutenção do câmbio foi destruído. Quando novo ataque especulativo contra o câmbio começou, a Suécia, embora tenha tido mais do que capacidade de enfrentá-lo, tendo reservas palpáveis, optou pela flutuação.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> OBSTFELD, M.: “The Logic of Currency Crises,” NBER Working Paper No 4640 (1994).

Vemos portanto que uma visão simplista de uma crise cambial, olhando apenas ao nível de reservas do país e o cenário internacional, não capta a sensibilidade das opções do governo frente sua função de reação. O ambiente político, e as expectativas do mercado quanto à ação do governo perante uma crise, acabam por levar à ação dos agentes econômicos, visando antecipar uns aos outros. Deste modo, a dinâmica circular de expectativa dos agentes econômicos e da atitude ou política pública do governo acabam por fomentar crises de natureza auto-sustentada. A acumulação de pequenas indicações de que a vontade do governo de manter a paridade não seja do tamanho necessário para enfrentar uma crise com os custos associados a ela acaba gerando uma crise. Desse modo, no caso sueco, visto que o custo de sair do SME seria muito pequeno frente ao custo em desemprego e juros elevados para se manter no SME, os especuladores antecipam a ação do governo e atacam a moeda, visando sugar o máximo que puderem das reservas do governo enquanto estas duram.

Enquanto que no caso sueco os especuladores não estão necessariamente atacando a solvência do país ou a capacidade deste se manter na paridade fixa, mas sim a vontade deste se manter na paridade dado os custos à ela associado, no caso brasileiro tanto a vontade quanto a capacidade do país de se manter no câmbio vigente são postos sobre suspeita e atacados de maneira feroz pelos agentes econômicos. Tal ataque não se dá de maneira irracional, como alguns governantes gostam de manter. Não se trata de uma crise provocada por “gnomos judeus” visando a destruição de uma política governamental, ou mesmo de um determinado país, mas sim um questionamento quanto à viabilidade de um determinado curso econômico ou determinada política econômica insustentável por parte do governo.<sup>2</sup>

Os agentes econômicos, agindo de maneira racional, antecipam o que seria uma perda natural e gradual das reservas, atacando o câmbio de maneira feroz, causando uma perda discreta da quantidade de reservas cambiais do governo e não um pulo discreto do câmbio em

---

<sup>2</sup> KRUGMAN, P. : **A model of Balance of Payments Crises.** Journal of Money, Credit and Banking, August 1979.



si. O “timing” de tal ataque depende então da política governamental, não podendo ser estudado de maneira independente desta. Um governo que tenha um forte incentivo para manter um dado nível do câmbio naturalmente enfrentará menos resistência por parte do mercado do que um governo que tenha menos incentivo. Da mesma maneira, podemos afirmar que quanto mais baixo o custo associado à desvalorização, e quanto mais alto o custo associado à defesa da paridade cambial, menos provável que o governo tentará manter a taxa de câmbio vigente. Dessa maneira, é concebível que um governo opte por aumentar o custo da desvalorização, para que esta seja percebida pelo mercado como inconcebível, portanto garantindo a paridade cambial. Medidas neste sentido incluem a indexação de grande parte da dívida à moeda estrangeira, e medidas mais extremas de paridade cambial, como *currency board* e até mesmo dolarização integral da economia.

No modelo a ser usado, são feitas duas suposições quanto ao comportamento oficial do governo. A primeira é de que o estoque de crédito doméstico se expanda e que permaneça expandindo. A segunda é de que o banco central está fixando sua taxa de câmbio a um nível  $E^0$  mas permitirá a flutuação cambial caso o nível de reservas estrangeiras caia a zero. É ainda suposto que o banco central defenderá o câmbio até a exaustão de suas reservas. Embora essas não sejam suposições muito realistas, fazem sentido no contexto do modelo, uma vez que a expansão contínua dos ativos domésticos e a queda abrupta das reservas estrangeiras categorizam um momento de crise. Quando os especuladores forçarem a mão do banco central atacando as reservas deste, e este antecipar o fim destas reservas, ele desistirá da manutenção do câmbio.<sup>3</sup>

A questão do timing do ataque especulativo é enfrentada pelo modelo através da adoção de uma taxa sombra do câmbio, definida como aquela que seria o câmbio no caso de câmbio flutuante e nenhuma reserva estrangeira, mas crédito doméstico ainda aumentando. Teríamos portanto uma inflação crescente e um câmbio sombra depreciativo na mesma

---

<sup>3</sup> KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. (2000): **Economia Internacional: Teoria e Política.**

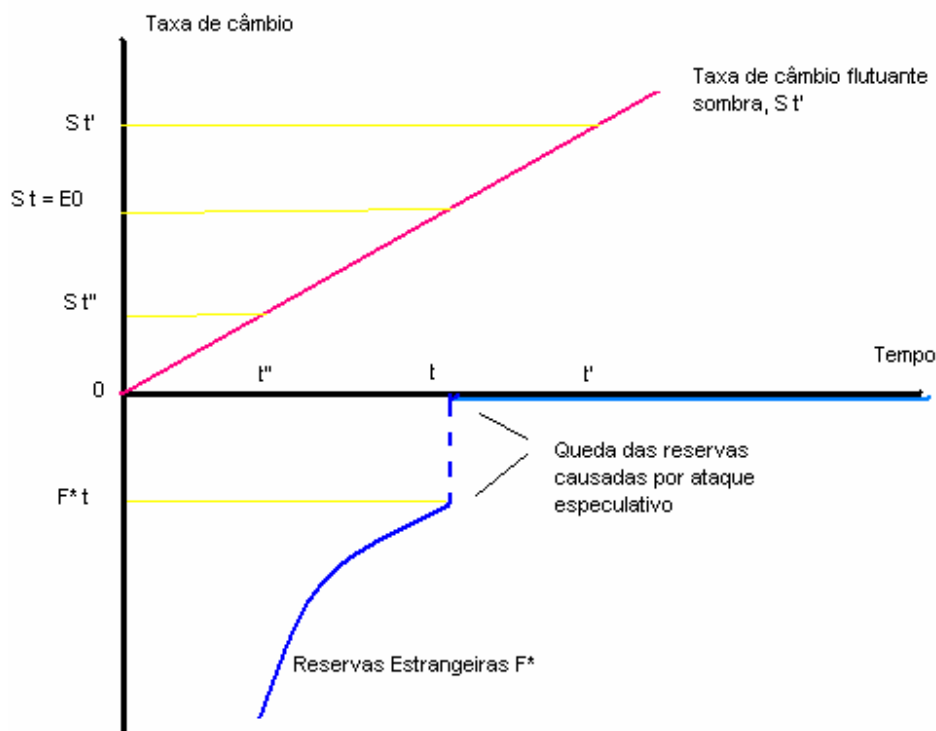
Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP.

proporção da taxa de crescimento do crédito doméstico. Se os mercados de ativos se mantiverem em equilíbrio, o ataque especulativo se dará no momento  $t$  em que a taxa de câmbio sombra se igualar à taxa de câmbio fixa do banco central. Neste ponto ocorrerá uma queda discreta na quantidade de reservas estrangeiras do banco central, levando então à situação onde o câmbio sombra se torna o oficial, pois o banco central não tem mais reservas com as quais manteria o câmbio fixo.

De fato, um ataque especulativo, de acordo com o modelo, apenas poderá ocorrer no exato instante em que a taxa sombra flutuante se igualar à taxa fixa defendida pelo banco central. Se supormos um cenário onde a taxa de câmbio é depreciada em algum momento  $t'$  onde  $t'$  é posterior a  $t$ , teremos então quando terminarem as reservas do banco central um pulo discreto da taxa de câmbio, do valor fixo para o flutuante sombra. Acontece que os agentes econômicos anteciparão este movimento, buscando comprar as reservas estrangeiras do banco central momentos antes de tal acontecimento, forçando portanto uma antecipação do momento de crise. O mesmo ocorre caso  $t'$  seja antes de  $t$ , ou seja, os agentes econômicos, antecipando uma apreciação da taxa de câmbio, venderão reservas estrangeiras ao banco central, preferindo recomprá-las à nova taxa prevista mais apreciada. Não ocorrerá qualquer ataque especulativo ao câmbio sobre essa hipótese. Apenas se as reservas estrangeiras atingirem zero no momento  $T'$  o mercado de ativos estará em equilíbrio constante.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. (2000): **Economia Internacional: Teoria e Política**. Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP.



5

O tamanho da perda das reservas estrangeiras do banco central no momento  $t$  é dado por  $F^*_t$ . Uma vez esgotada as reservas cambiais do banco central, este não terá alternativa senão flutuar a taxa de câmbio, não podendo mais intervir nela através de operações *open market*. Este terá ainda a opção de instituir controles cambiais, tão bem conhecidos no Brasil, limitando os direitos de propriedade dos agentes econômicos em uma tentativa de priorizar as compras de moeda estrangeira.

Podemos portanto afirmar que o mercado de ativos e os especuladores estão apenas agindo de maneira racional, buscando lucrar com o término inevitável da manutenção do câmbio à um nível enxergado como insustentável. Se podemos falar em culpa por esta situação, esta deve ser dada à política monetária demasiadamente expansionista dado a política cambial. Esta inevitavelmente cederá frente às pressões do mercado. O momento que isto

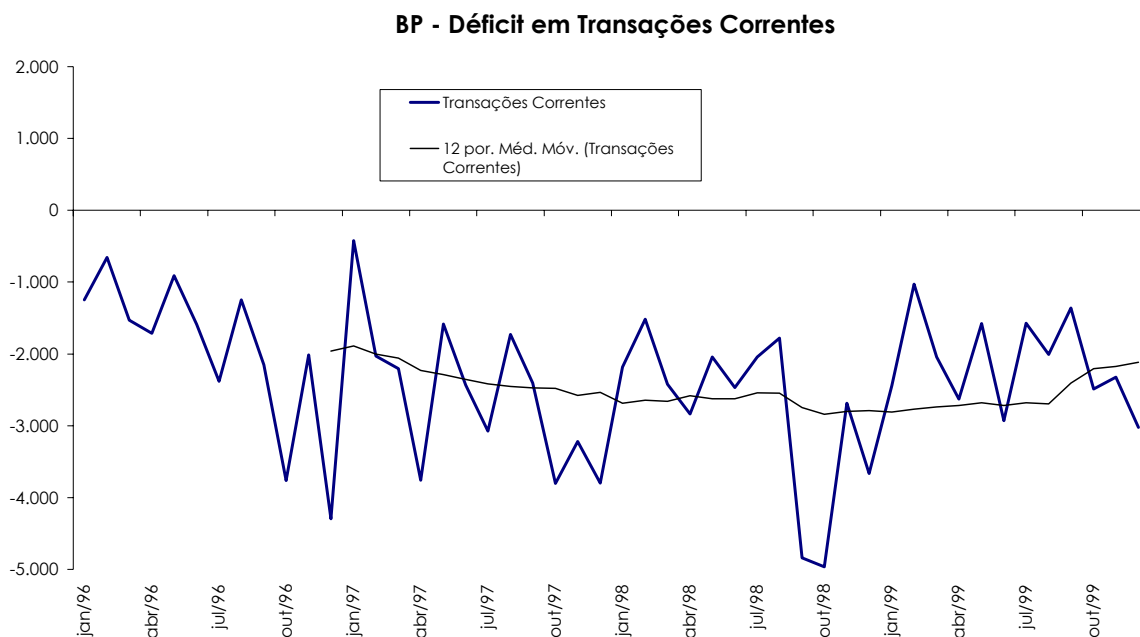
<sup>5</sup> KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. (2000): **Economia Internacional: Teoria e Política**. Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP.

ocorre será sempre  $t$ , mantendo a hipótese fundamental de que o mercado de ativos permanecerá em equilíbrio.

### 3. A Crise de 1999

A crise cambial de 1999 pode ser enxergada de duas maneiras. A primeira é uma visão mais fatalista, vendo na crise nada mais que a culminação de uma política cambial insustentável dado os seguidos déficits fiscais incorridos pelo governo em meados da década de 90. A crise nada mais seria do que uma crise clássica, vistas desde a época do padrão ouro. Isto é, a situação seria típica de uma nação procurando sustentar um câmbio artificialmente alto e sem disposição a enfrentar a deflação necessária para a correção do câmbio real através do mecanismo de ajuste dos preços. A solução para a encontra do equilíbrio externo seria a de desvalorização nominal.

A segunda visão, mais otimista quanto a possibilidade de sustentação déficits em transações correntes seculares, enxergaria na crise da Rússia de 1998, e na crise da Ásia do ano anterior as causas da crise brasileira de 1999, e nada enxerga de inevitável na crise brasileira. O câmbio, que estava sendo perfeitamente acomodado antes da eclosão de crises cambiais pelo mundo afora, apenas se tornou insustentável nos olhos do mercado quando a similaridade da situação brasileira à situação mexicana, russa, coreana, tailandesa, etc. levasse os agentes do mercado a fugir do país, temendo uma desvalorização iminente, ou mesmo um calote. Dado o histórico econômico turbulento do país, tal visão dos agentes quanto às possíveis ações heterodoxas do governo são perfeitamente compreensíveis, e a fuga de capitais se torna perfeitamente razoável dado as expectativas racionais.



6

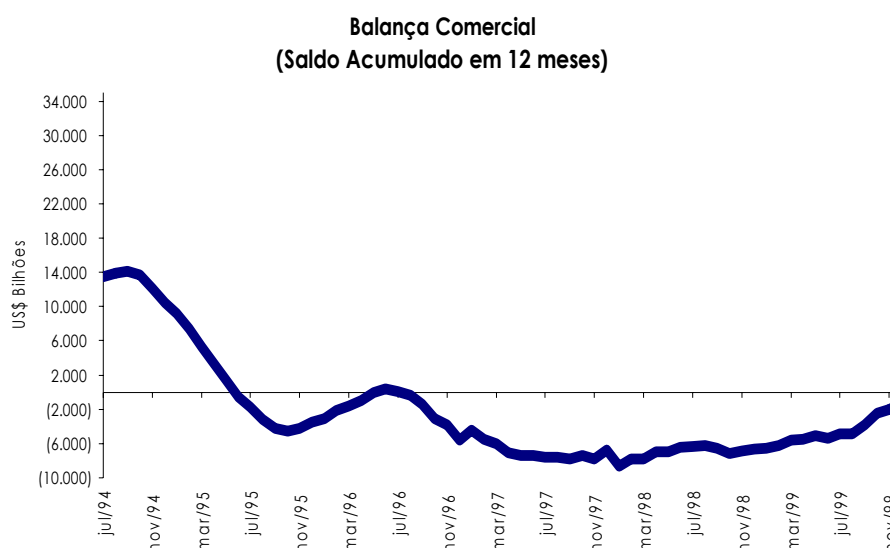
A razão pela qual o país praticou déficits em conta corrente seguidos advém da baixa poupança nacional e a necessidade de recorrer à poupança externa para poder manter um nível de investimentos adequado para o crescimento da economia. O uso da poupança externa não é necessariamente negativo, pois diversos países têm utilizado essa possibilidade para manter uma taxa de investimento superior àquela possível somente com a poupança doméstica, e de fato se limitar à poupança doméstica seria limitar o crescimento potencial da economia. A Coreia do Sul, a Austrália e mesmo os Estados Unidos nos últimos vinte anos têm recorrido à grandes investimentos externos para desenvolverem suas economias, e não há razão *a priori* pela qual o Brasil não possa utilizar o mesmo mecanismo.

Não podemos esquecer que até o começo da década de 90, o Brasil era um país relativamente fechado ao mundo, de modo que haviam muitas distorções quanto ao destino dos recursos no que tange aos investimentos nacionais. A abertura comercial iniciada pelo presidente Collor após sua eleição, e a continuação dessa abertura, embora de maneira mais paulatina, durante a administração Cardoso acabaram por expor as graves distorções

<sup>6</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

econômicas às quais o país estava se submetendo, e permitiram uma alocação de recursos baseada mais no cálculo econômico racional, e não em critérios políticos.

Esse movimento estava ligado a uma piora da balança comercial brasileira, conforme as empresas importavam em massa aquilo que lhes foi negado por tanto tempo. A modernização do parque industrial brasileiro e os aumentos de produtividade da economia no período requeriam grandes importações de bens de capital. Ao mesmo tempo ocorria um grande *boom* de importações de bens de consumo uma vez que o câmbio estava relativamente forte quando comparado ao dólar, e as famílias brasileiras tomavam proveito disso.



7

Podemos decompor o investimento nacional como vindo das poupanças externa, privada e pública:

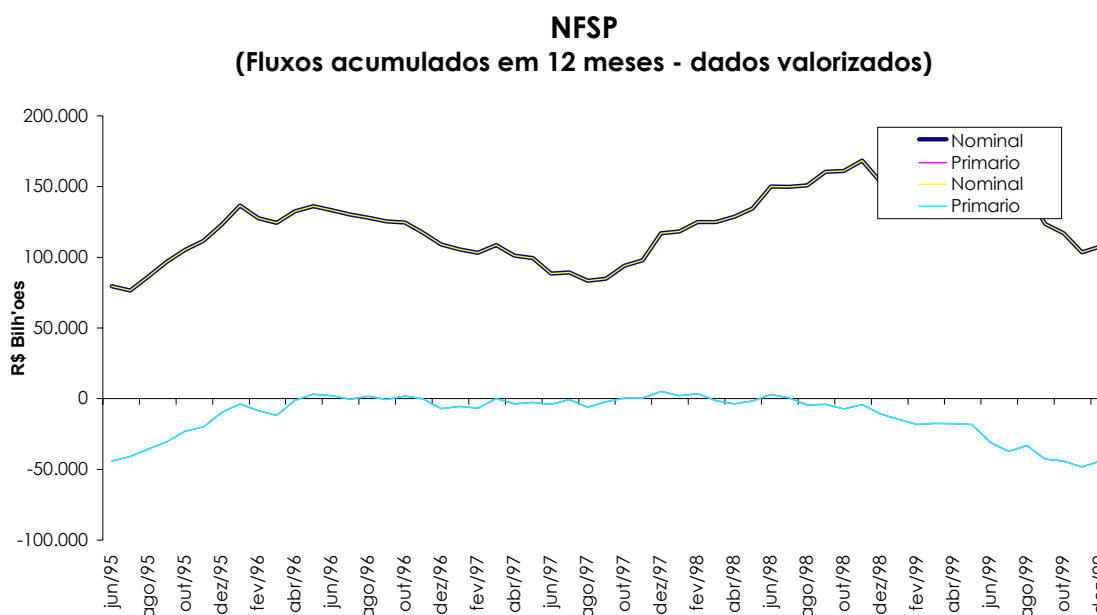
<sup>7</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

$$Y = I + C + G + X - M$$

$$Y - C - T = I + (G - T) + (X - M)$$

$$S_p + S_g + S_e = I$$

Há, porém, ressalvas a serem feitas quanto ao uso da poupança externa, dentre as quais a mais relevante para o caso brasileiro é o perigo de que os déficits em transações correntes sejam utilizados não para o investimento e sim para financiar gastos correntes do governo, ou seja, para compensar a despoupança do governo. Esse perigo é relevante aos Estados Unidos no momento presente, no qual grandes déficits externos estão em grande parte financiando os gastos do governo federal em programas de bem-estar social e nas forças armadas.



8

Existe, além dessas duas visões de cunho mais simplista, uma explicação que procura mesclar ambas as anteriores, isto é, buscar em ambas as explicações antecedentes as verdades que se aplicam à situação econômica brasileira na véspera da crise daquele janeiro. Que o

<sup>8</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>



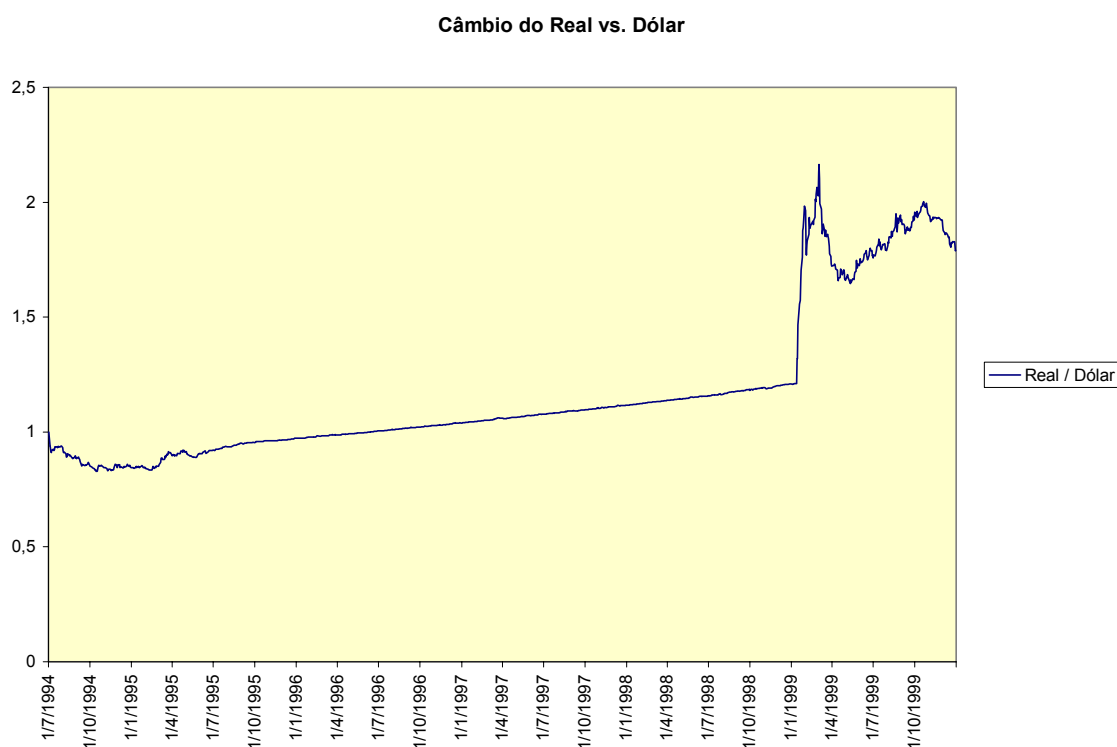
Brasil não poderia sustentar déficits fiscais seguidos ao passo que procurasse manter a taxa de câmbio fixa nada mais era que óbvio para os agentes econômicos. A questão verdadeira é porque que a crise se deu naquele momento, e não no fim de 1998, ou em meados de 1999? O que torna os dias de meados de janeiro de 1999 tão especiais?

A solução a tal dilema é encontrada no modelo de crises cambiais analisado na seção anterior, onde o momento de uma crise é dada pelo exato instante em que o *shadow floating exchange* se iguala ao câmbio vigente, de modo que ocorre um ataque especulativo à moeda nacional, em uma tentativa de absorver a maior quantidade possível de reservas do Banco Central antes da mudança da política cambial.

Será que na ausência de crises na Rússia e na Ásia o Brasil não teria sofrido ataques ao seu câmbio? O efeito das crises cambiais seguidas que assolavam o mundo para o Brasil está ligado às expectativas de desvalorização e a necessidade de juros mais altos para assegurar a paridade descoberta dos juros em um sistema de livre movimentação de capital. A taxa de juros que o Brasil deveria praticar deve ser igual à taxa de juros internacional acrescida da expectativa de desvalorização da moeda nacional.

$$i_{br} = i_{us} + (E_{br}^e - E_{br}) / E_{br}$$

Nesse caso estamos supondo a substituição perfeita dos ativos domésticos e externos. No caso de substituição imperfeita, acrescentamos um prêmio de risco  $\rho$ . O aumento da expectativa de desvalorização da moeda nacional acaba por obrigar a autoridade monetária a praticar uma taxa de juros elevada para proteger a moeda, o que em um clássico caso de *self-fulfilling prophecy* piora a situação das contas nacionais e o capital político do governo, aumentando ainda mais a expectativa de uma eventual desvalorização. As crises externas, portanto, afetaram o Brasil ao alterar as expectativas dos agentes econômicos quanto à possibilidade de uma desvalorização brasileira ou da instituição de controle de capitais, ou mesmo de uma chamada “guinada a esquerda,” que no caso brasileiro deve ser visto como a implementação de uma política econômica de cunho heterodoxo ao invés da política monetária em grande parte ortodoxa até então praticada.



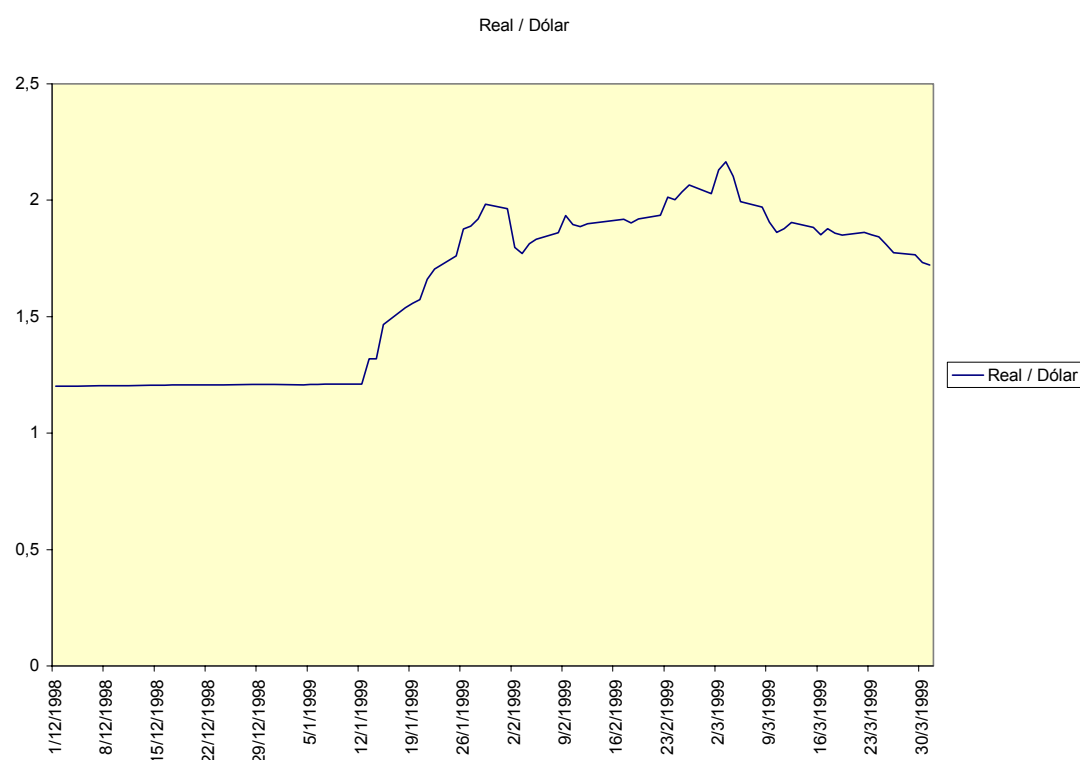
9

Vemos claramente no gráfico do BC que houve um caso de *overshooting* após a liberação do câmbio na crise. Os agentes econômicos acabaram por superestimar o quanto que o câmbio fixado estava defasado em relação ao *shadow* e o câmbio quase chegou a 2,2 reais por dólar antes de voltar a um patamar menor. Porém, tal volta não perdurou muito tempo e o câmbio logo voltou a subir.

Uma olhada mais específica sobre o momento da crise nos detalha o caminho exato que o câmbio do real tomou frente ao dólar em janeiro, período confuso em matéria política, com a substituição do presidente do banco central Gustavo Franco, ferrenho defensor da política cambial vigente, por Francisco Lopes, que introduziu uma novidade ao sistema cambial brasileiro, as chamadas “bandas diagonais endógenas.”

<sup>9</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

A idéia destas seria de que conforme o câmbio se aproximasse de uma banda, sendo esta superior ou inferior, a outra banda aumentaria sua tolerância, em uma tentativa de guiar o mercado para o equilíbrio. A confusão causada, tanto na sua apresentação quanto na sua implementação, acabou por em cheque a viabilidade do novo sistema, que dados as circunstâncias sérias pelas quais o país passava não tinha muita chance de dar certo. O mercado logo levou o câmbio até o teto da banda superior, e após brevíssimo período de tempo, Francisco Lopes renunciou e o câmbio foi flutuado “de verdade,” ou seja, não haveria mais intervenção da autoridade monetária no câmbio.

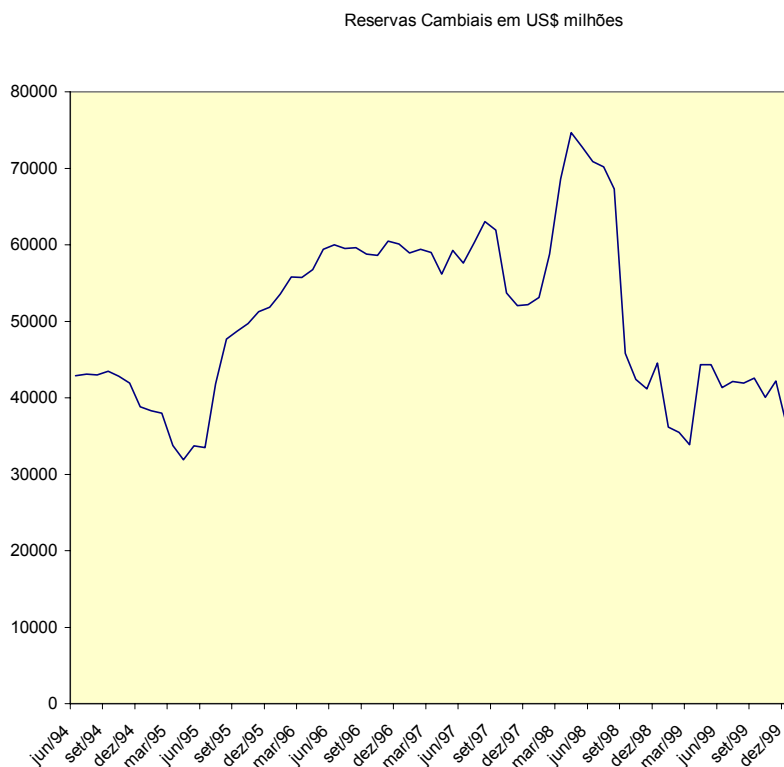


10

Vemos que a autoridade monetária antecipou o momento do pulo discreto das reservas, ou melhor, observou que tal momento estava iminente, e então soltou o câmbio. Após sofrer a perda de aproximadamente 40 bilhões de dólares de reservas internacionais, poder-se-ia dizer

<sup>10</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

que o banco central “jogou a toalha” e decidiu permitir que o mercado determinasse o câmbio. Tal alternativa era vista como superior à queima de todas as reservas internacionais para defender uma paridade enxergada por grandes setores políticos como inviável.



11

Notamos o papel das expectativas do mercado quanto à tolerância da autoridade monetária de sofrer perda de reservas para defender uma determinada taxa de câmbio. O papel das expectativas é fundamental para compreendermos o momento da crise. A possibilidade de uma flutuação relativamente indolor acabou por fomentar ainda mais a expectativa de uma desvalorização, requerendo portanto uma taxa de juros ainda mais alta para a defesa da paridade cambial. Se o banco central não tivesse a possibilidade dessa flutuação, ou seja, se tivesse amarrado por própria vontade suas mãos através da adoção de um regime cambial mais xiita, como um *currency board*, as expectativas do mercado iriam levar em conta a baixa probabilidade de uma flutuação, e a taxa de juros requerida não seria tão alta.

<sup>11</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

Porém, se nesse caso o banco central viesse a flutuar a moeda, as perdas à nação seriam muito superiores às experimentadas pela transição da taxa de câmbio fixa para a relativamente flutuante.

Dessa maneira, o que sobrou das reservas criou a possibilidade futura de intervenção cambial, e deu ao país uma alternativa a um *free float*, o *dirty float* praticado nos anos seguintes, onde o banco central intervinha no câmbio não para manter uma determinada paridade, mas visando a estabilidade macroeconômica da economia como um todo. Quando o câmbio, na crise de 2002, novamente se encontrou em crise, o banco central chegou a intervir com compras diárias de reais, para suavizar a trajetória ascendente do câmbio, e “acalmar os mercados.” A opção pela flutuação antecipada desativou o mecanismo de perda de reservas estudado, e permitiu ao país manter uma dada quantia de reservas ao aceitar uma flutuação antes que esta fosse obrigada .

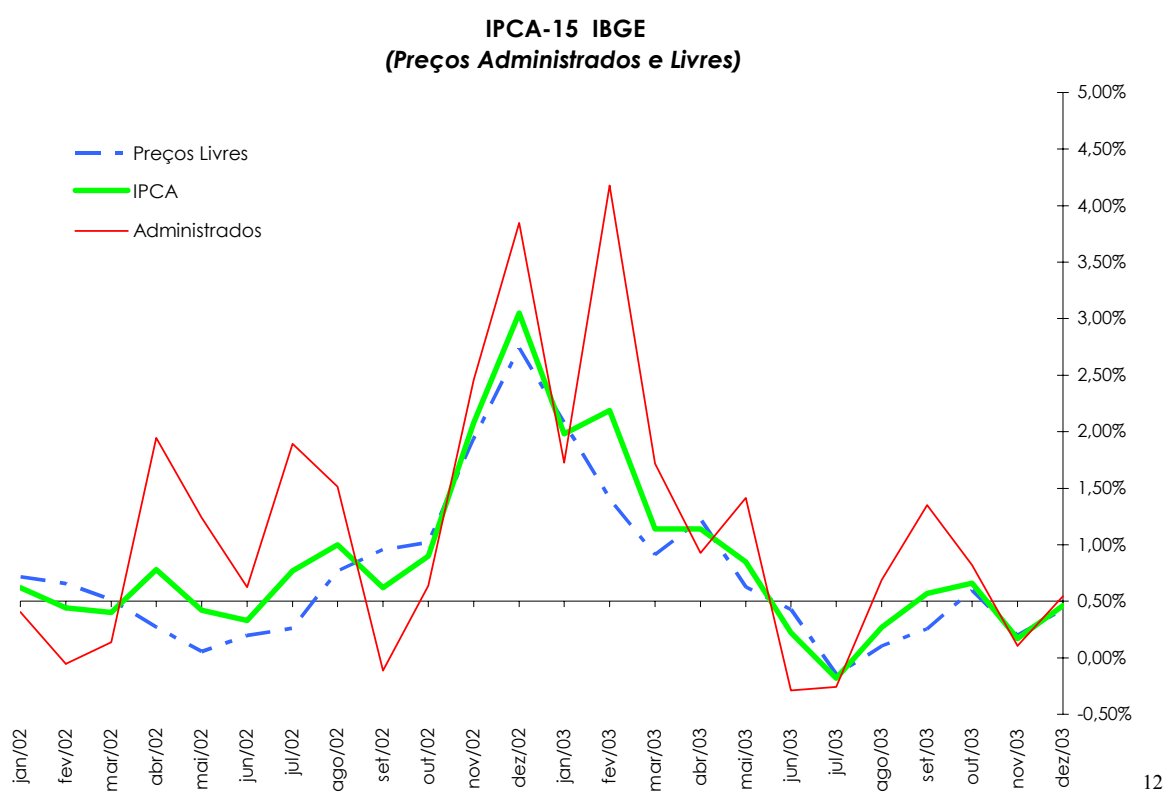
Temos portanto uma espécie de teoria dos jogos, onde se o banco central soubesse que a crise estava por vir, e soubesse que eventualmente acabaria soltando o câmbio, seria preferível que não tentasse manter a paridade e que flutuasse o câmbio ao primeiro sinal de ataque especulativo, pois tal curso permitiria ao banco manter suas reservas internacionais intactas, e possibilitaria intervenções futuras maiores.

O fator principal da crise de 1999 não foi crise cambial russa de 1998, ou tão pouco as crises asiáticas de 1997. No fundo, a política fiscal expansionista praticada pelo governo era incompatível com a política monetária restritiva necessária para assegurar a paridade cambial. De fato as causas próximas da crise podem ser encontradas no furacão financeiro que varreu o mundo nos anos anteriores, e que acabou assolando a nação em janeiro, mas devemos nos questionar: se não fossem essas crises, o país teria sido obrigado a desvalorizar a moeda? A resposta a essa questão deve ser afirmativa. As crises externas contribuíram no sentido de determinar o exato instante do ataque especulativo à moeda nacional, mas a inevitabilidade de tal ataque foi determinado pela política fiscal que o governo praticou nos anos anteriores.

Se o país tivesse mantido uma política fiscal superavitária nos anos anteriores equivalente àquela que praticou nos anos posteriores a crise, a probabilidade de ocorrência de uma crise cambial teria sido em muito diminuída. Se esta ainda ocorreria, ou seja, se os agentes privados ainda teriam razão para duvidar da capacidade e vontade da autoridade monetária de manter a paridade cambial, é uma pergunta fascinante e a qual não podemos responder. O que pode ser afirmado é que o arsenal do governo para lidar com tal crise seria amplamente maior, e este teria muito mais opções. A importância da política fiscal para debelar eventuais crises não deve portanto ser subestimada.

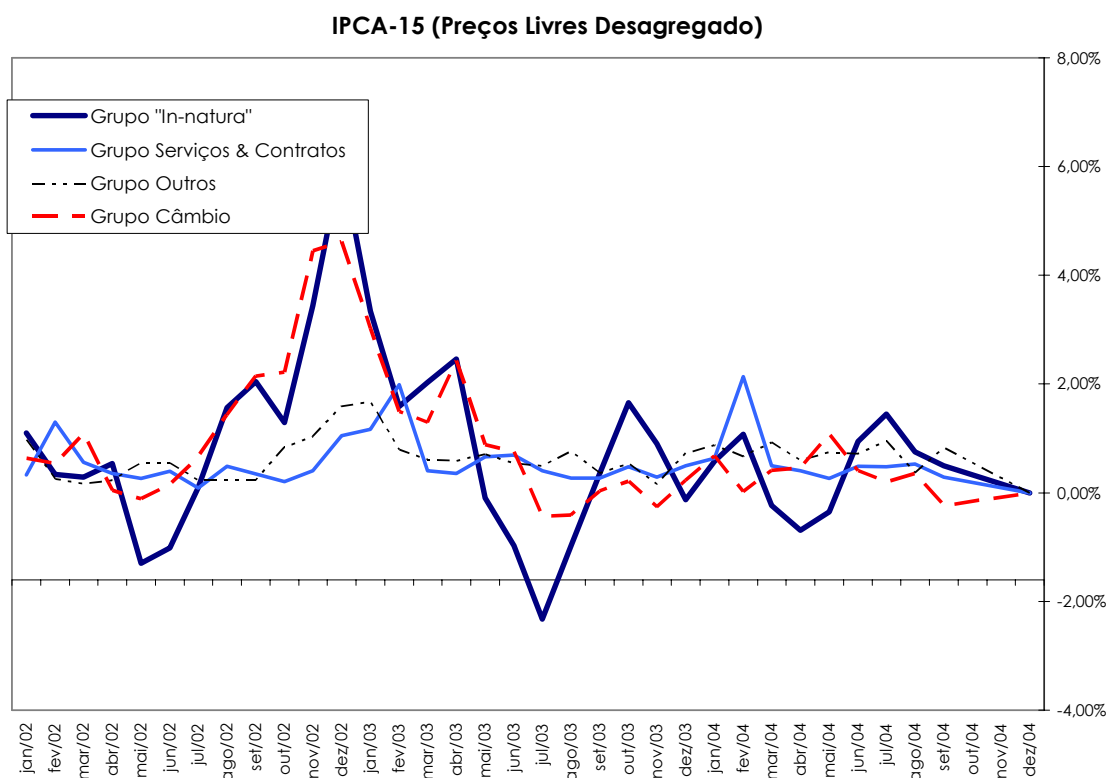
#### 4. A Crise de 2002

Em 2002, outro tipo de choque viria a assolar a economia brasileira. A falta de confiança nas instituições frente a crescente inevitabilidade da eleição de um candidato de histórico polêmico levou a uma reação histórica por parte do mercado. Houve uma fuga dos títulos públicos, chegando a incluir até títulos da dívida interna, denominados em reais, e de baixa probabilidade de calote, uma vez que o Estado pode sempre emitir mais moeda para pagá-los. A reação dos mercados à possibilidade de uma guinada heterodoxa na política econômica só pode ser categorizada como uma de pânico geral.



<sup>12</sup> Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro: <http://www.andima.com.br>

É interessante observarmos a natureza do aumento da inflação no segundo semestre de 2002<sup>4</sup>. Esta se deu com certas peculiaridades brasileiras, pois a longa experiência brasileira com a hiperinflação levou à elevação imediata dos preços livres “in-natura,” além do claro impacto do câmbio sobre os preços. O pequeno aumento relativo do grupo “outros” e do grupo “serviços & contratos” se deve a natureza particular da inflação observada no período. Os agentes econômicos fugiam para qualquer forma de bem econômico que tivesse alguma função de reserva de valor, algo parecido com a fuga para o ouro em tempos de inflação galopante. De fato, o comércio no período experimentou um *boom* relativo, com o alto consumo apesar da alta dos preços.



13

<sup>13</sup> Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro: <http://www.andima.com.br>



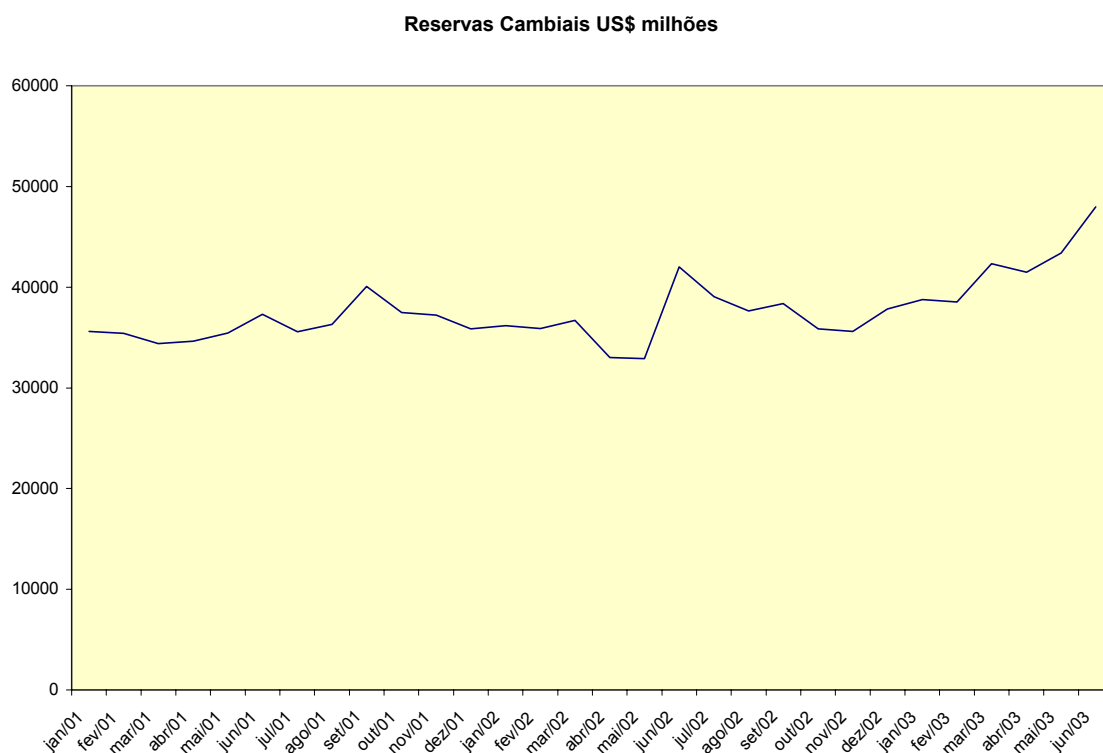
É necessário observarmos que a fuga do capital e a crise cambial se deram principalmente devido iminência da eleição do candidato Luiz Inácio Lula da Silva, e não devido a alguma crise externa. De fato o mundo vivia tempos turbulentos, com o ataque terrorista à Nova Iorque tendo acontecido em setembro de 2001, e com a guerra no Afeganistão e uma alta probabilidade de guerra no Iraque. Porém, não houve fuga generalizada do capital de países emergentes, tão pouco houve crises cambiais pelo mundo afora, como nos anos anteriores à crise de 1999. A taxa de juros americana foi abaixada até atingir o nível mais baixo dos últimos cinquenta anos (1%), aliviando assim qualquer pressão sobre os juros brasileiros advindo da política monetária do FED.

Não podemos categorizar o cenário externo como calmo, mas tampouco podemos afirmar que o Brasil enfrentava uma crise inevitável devido à prática de uma política macroeconômica irresponsável. A política economia se baseava no famoso “tripé” de câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário. O superávit primário garantia a solvência da dívida pública, as metas de inflação garantiam um cenário de alta previsibilidade e transparência da política monetária, e o câmbio flutuante servia como espécie de proteção à choques externos, podendo sendo depreciado conforme necessário para suavizar quaisquer transtornos.

O país ainda sofria graves problemas macroeconômicos que haveriam de ser encarados, como o sistema de previdência pública fortemente deficitário, a alta indexação dos preços administrados ao IGP-M, e uma ainda alta vulnerabilidade externa, em especial no que tange à dívida indexada ao câmbio e o curto prazo do vencimento da dívida. Além do mais, o banco central não tinha independência formal *de jure*, embora tenha tido liberdade para praticar sua política econômica sem grandes interferências políticas no período, categorizando uma independência *de facto*.

Mas esses eram problemas comuns à países em desenvolvimento, e problemas que poderiam ser resolvido de maneira gradual através do crescimento sustentado da economia e reformas no congresso. Nenhum grande problema macroeconômico salta aos olhos de um

analista ao observar as contas públicas da época. O país ainda tinha folgado colchão de reservas internacionais, que se mantiveram razoavelmente estáveis durante toda a crise de 2002.



14

Uma observação interessante é a do momento exato no qual a crise cambial se deu em 2002. Já que a forte possibilidade da eleição do candidato de oposição já era dada desde o início do ano, porque que os agentes econômicos esperaram até meados do ano para tirarem o dinheiro do país, ou fugirem para aplicações enxergadas como mais seguras? A razão pela qual a crise evoluiu dessa maneira pode novamente ser encontrada na peculiar história eleitoral do período, e do histórico eleitoral do candidato Lula.

<sup>14</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

A eleição de Lula, que concorria na sua quarta eleição presidencial, tendo já perdido para Collor e Fernando Henrique Cardoso duas vezes, era encarada pelo mercado como uma ameaça fantasma de pequena probabilidade de se concretizar. Em um primeiro momento, o candidato Lula se encontrava na frente em quase a totalidade das pesquisas de opinião pública, mas já que o mesmo já havia ocorrido em 1989 e em 1994, o mercado não se assustou, acreditando que em algum momento ou o candidato governista do PSDB ou algum outro candidato acabaria por derrotar Lula. O surgimento da candidatura Roseana Sarney pelo PFL confirmou o prognóstico do mercado, uma vez que pesquisas de opinião mostravam que esta poderia ganhar de Lula em um eventual segundo turno. Após o controverso caso da empresa Lumus e a retirada da candidatura de Roseana Sarney, o mercado ainda não dava como certa a eleição de Lula devido à possibilidade do candidato do PPS, Ciro Gomes, se eleger.

Em uma quase repetição do caso Roseana Sarney, as pesquisas mostravam que Ciro Gomes poderia em um segundo turno absorver a maioria dos votos de José Serra e ganhar de Lula por uma pequena margem. José Serra e o PSDB então lançaram um ataque de propaganda negativa contra a candidatura do PPS, e aliado a diversas trapalhadas e erros de Ciro Gomes, conseguiram diminuir o índice de intenção de voto por este candidato. Entretanto, os votos perdidos por Ciro Gomes não necessariamente se traduziram em votos por José Serra, e a candidatura deste em nenhum momento deslanchou como a de Roseana Sarney a de Ciro Gomes, não conseguindo em qualquer momento da campanha obter uma maioria das intenções de voto.

Foi a partir deste momento, de meados de 2002 em diante, que o mercado passou a considerar e precificar uma vitória do candidato oposicionista, o que levou a um pânico geral no mercado financeiro. Embora o candidato Lula não tivesse mais uma plataforma política ou discurso radical de abrupta quebra de contratos e declaração de moratório da dívida externa, o histórico do candidato e do partido trabalhavam contra ele, de tal maneira que os agentes econômicos não sabiam bem ao certo o que esperar de uma presidência do PT. Na dúvida, estes preferiram sair do país e não continuar comprando títulos públicos, mesmo os nomeados em reais. A curva de juros sofreu forte alta, e os compradores de títulos públicos não estavam dispostos a aceitar quaisquer títulos de prazo mais longo que um ano.

O banco central neste período fez forte uso do câmbio flexível para suavizar qualquer impacto negativo sobre o produto da crise. Enquanto que em um sistema de taxa de câmbio fixa o banco central se encontra com as mãos atadas, sendo obrigado a praticar uma política monetária passiva de acomodação diante da paridade dos juros descobertos internacionais, em um sistema de taxa de câmbio flexível com o qual o Brasil se encontrava na crise de 2002 o país poderia deixar o câmbio depreciar-se, de maneira a tornar as importações mais caras e melhorar a conjuntura externa das contas nacionais.

Taxa de Câmbio Real / Dólar



15

Tal possibilidade foi amplamente explorada pelo banco central durante a crise. De fato este utilizou o recurso de intervenção no mercado cambial para suavizar o movimento de alta do dólar relativo ao real, chegando a vender lotes diários de dezenas de milhões de dólares

<sup>15</sup> Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>

para alimentar as necessidades do mercado. Mas tal intervenções não se encontravam no sentido de tentativa de atingir uma dada meta cambial como as intervenções praticadas do período 1994-1999, onde o país tinha uma banda relativamente estreita a ser cumprida. As intervenções cambiais no período 2002-2003 tinham como objetivo a prevenção de um pânico geral no mercado e de suavização do movimento de alta da moeda estrangeira.

Talvez o aspecto mais interessante a ser observado na crise seja a resposta política do banco central e das autoridades políticas e econômicas a ela, perfeitamente natural quando consideramos a natureza política da crise. No dia 13 de agosto de 2004 foi anunciado nas principais manchetes dos jornais nacionais que o Presidente Fernando Henrique Cardoso convidara os principais candidatos à presidência, Lula, Serra, Gomes e Garotinho, para um encontro para discutir a estabilidade macroeconômica do país e a necessidade do estabelecimento de certo comprometimento com a continuação da política econômica, de maneira a amenizar a crise que o país sofria.<sup>16</sup>

Tal medida veio na semana seguinte ao anúncio de um novo acordo com o FMI, anunciado no dia 8 de agosto de 2004. Estava nítida a tentativa das autoridades política e monetária de debelar a crise através da mudança das expectativas do mercado quanto à política econômica do ano seguinte. De fato, foi a primeira vez na história republicana da América Latina que um presidente tenha convidado os principais candidatos à presidência para discutir a governabilidade do país. A aceitação dos candidatos ao convite acalmou os ânimos do mercado, e o anúncio seguinte de que todos, excetuando-se o candidato Garotinho, concordavam em grande parte com a continuação de uma política econômica responsável derrubaram a cotação da moeda americana. Vemos que o início do fim da crise já se dava antes da eleição de Lula, uma vez que o mercado já estava considerando e precificando sua eleição como um fato inevitável e não necessariamente catastrófico.

---

<sup>16</sup> Notícia Comentada: <http://www.noticiacomentada.hpg.ig.com.br>

Após a eleição de Lula no dia 27 de outubro de 2002, este se encontrou com o presidente Fernando Henrique Cardoso no dia 29 para discutir a transição e a nomeação do novo gabinete. O mercado já estava gradativamente percebendo que não haveria grande guinada heterodoxa na condução da política econômica nacional, e a nomeação do moderado Antônio Palocci primeiro para liderar o processo de transição, e depois como Ministro da Fazenda, contribuíram para o processo de volta à normalidade do mercado financeiro. O passo final para este processo se deu após o anúncio do banqueiro Henrique Meirelles para substituir Arminio Fraga como Presidente do Banco Central, o que consolidou a percepção de um continuísmo na conduta da política monetária.<sup>17</sup>

Notamos que a crise de 2002 pode ser melhor descrita como uma quase crise, desarmada pelas autoridades monetária e política do país ao transmitirem calma e assegurar aos agentes econômicos de que não haveria grande mudança na condução da política econômica no futuro, não importando a eleição do candidato governista para que houvesse continuísmo. Tal medida contribuiu para a mudança das expectativas do mercado quanto à economia brasileira. Aliado à isso estava o esforço contínuo do banco central de assegurar às empresas nacionais que as linhas de crédito ao exterior permaneceriam abertas, e o uso das reservas cambiais para que estas não precisassem comprar dólares no mercado aberto, pressionando ainda mais a cotação da moeda.

Notamos portanto que as causas basicamente políticas da crise levaram à uma solução basicamente política à ela, e que as ações do banco central e das autoridades políticas tiveram êxito no sentido de mudar a percepção do mercado quanto à política econômica de um governo de oposição. A política macroeconômica dos anos anteriores à crise não pode ser culpada pela erupção da crise, uma vez que esta era restritiva tanto monetariamente quanto fiscalmente. Apenas podemos imaginar o quão pior teria sido a crise de 2002 se o país tivesse praticado uma política fiscal de cunho expansionista, ou se a inflação tivesse já com forte tendência de alta devido à expansão monetária irresponsável.

---

<sup>17</sup> Notícia Comentada: <http://www.noticiacomentada.hpg.ig.com.br>

Da maneira que foi, o país logo se recuperou economicamente, e já em 2004 se deparava com inflação baixa e relativamente estável e um crescimento alto tanto no setor industrial quanto no *agrobusiness*. O choque de credibilidade dado em 2003 com a alta dos juros e a elevação da meta do superávit primário puseram fim a qualquer dúvida de que o novo governo continuaria com a política fiscal e monetária do anterior. A rapidez com a qual a inflação foi combatida em 2003 é sinal de que esta se devia mais a fatores políticos do que econômicos propriamente ditos.

## 5. Conclusão

Essa monografia analisou a crise cambial de 1999 e a crise econômica de 2002. Um modelo de análise de crise cambial com câmbio fixo foi demonstrado e usado para explicar o ataque especulativo ao câmbio nacional em janeiro de 1999. O caso brasileiro serve como exemplo clássico de ataque a uma paridade cambial enxergada como inviável pelo mercado. Já a crise de 2002 foi impulsionada em maior parte por fatores políticos. Estes acabaram por criar uma crise onde não havia razão exclusivamente econômica para uma ocorrer.

A crise de 1999 serve como um caso de ataque especulativo a uma taxa de câmbio fixa. A inviabilidade dessa paridade cambial se deve a uma combinação da política fiscal expansionista anterior à crise e um momento de descrença mundial quanto à mercados emergentes. A combinação destes fatores fizeram com que os agentes econômicos não acreditassem na vontade do banco central de defender a taxa de câmbio, e em um caso típico de profecia auto-realizável a taxa de câmbio foi atacada por especuladores, em uma tentativa de antecipar a desvalorização vista como iminente. A autoridade política, diante de uma elevada perda de reservas, optou por uma mudança na direção do banco central, e uma mudança na política cambial, que após breve período conturbado quanto à política exata a ser seguida, optou-se por uma taxa de câmbio de efetiva livre flutuação. Esta então seguiu um típico padrão de *overshooting* antes de se estabilizar, junto com o anúncio de uma nova política monetária baseada em metas de inflação.

A descrença mundial quanto aos mercados emergentes se deu em decorrência da declaração de moratório da Rússia em 1998 e de seguidas desvalorizações de mercados emergentes asiáticos em 1997, entre os quais os principais afetados foram a Tailândia, a Indonésia e a Coreia do Sul. A crescente globalização dos mercados de capitais internacionais, e a livre movimentação do capital dito especulativo, permitiam aos mercados financeiros uma rápida reação à qualquer sinal de desconfiança em relação à uma economia emergente. Os seguidos déficits em conta corrente brasileiros do primeiro mandato Fernando Henrique Cardoso eram incompatíveis à médio prazo com a política monetária restritiva



necessária para a manutenção da paridade cambial. O mercado antecipou tal incompatibilidade e atacou à paridade com veemência.

Já a crise de 2002 se destaca pela sua natureza política. A prática de uma política econômica de cunho ortodoxa nos anos anteriores à crise nos leva a suspeitar de qualquer explicação que culpe unicamente a gerência econômica pela crise que o país sofreu. De fato o país tinha problemas a serem enfrentadas, sendo o mais relevante a alta parcela da dívida indexada ao câmbio e a necessidade de cumprimento de reformas tributária e previdenciária, mas uma análise somente econômica da situação brasileira no começo de 2002 em nada nos levava a crer que uma crise era inevitável. Com a crescente estabilidade das instituições democráticas no país, e com a permanência da inflação em um patamar baixo e estável, estavam se dando um processo de alongamento do prazo da dívida e de melhora gradativa de seu perfil. Ao mesmo tempo a volta do crescimento moderado amenizava o impacto das políticas restritivas em tão em curso, e mesmo em um período de relativa conturbação internacional, com o 11 de setembro e a recessão americana, o país se encontrava com uma perspectiva econômica razoável na virada de 2001 para 2002.

Tal conjuntura foi arranhada pela iminência da eleição de um candidato da oposição com discurso histórico de forte heterodoxia econômica e com ameaça de ruptura dos contratos vigentes e possível declaração de moratória da dívida. Apesar da mudança de discurso do candidato no anos logo anteriores a 2002 e de uma plataforma dita mais moderada, o mercado continuou a interpretar a eleição do PT à presidência da nação como forte fator de instabilidade econômica e política, com conseqüente fuga de capitais do país e fuga do dinheiro líquido para commodities e ativos físicos, provocando forte alta da inflação e pressão cambial. A crise foi postergada com a possibilidade primeira de que a candidata do PFL Roseana Sarney viesse a derrotar Lula no segundo turno, e depois com a possibilidade de que o candidato do PPS Ciro Gomes pudesse derrotar o candidato do PT em um eventual segundo turno. Após a forte queda nos índices de intenção de voto de Ciro Gomes em meados de julho e agosto de 2002, a crise começou a se manifestar de maneira mais dramática, e a inflação mensal e o dólar no período viriam a bater recordes na era Real.

As autoridades política e monetária tomaram providência para desarmarem a crise antes que esta fugisse do controle do governo. O presidente do banco central, Arminio Fraga se reuniu com diretores de bancos internacionais e de empresas domésticas em uma tentativa de garantir as linhas de crédito à economia nacional, garantindo até o uso das reservas cambiais para que as necessidades das empresas não pressionassem o mercado cambial. Mas os fatores principais que contribuíram para o término da crise foram o novo acordo com o FMI e o anúncio de um encontro entre o presidente Fernando Henrique Cardoso e os principais candidatos à presidência, fato inédito na história republicana da América Latina. Com o comprometimento de três dos quatro candidatos à presidência com uma política econômica responsável o mercado começou a se acalmar em relação à economia brasileira, e começou a precificar uma continuação da política econômica até então praticada.

Após a eleição do candidato de oposição e o anúncio de um gabinete econômico moderado, a crise econômico mostrou sua natureza política e começou a se dissipar. O forte choque de credibilidade dado à economia em 2003 com a elevação da taxa de juros e da meta de superávit primário trouxeram uma forte melhora nas expectativas de inflação para 2003, e após reformas tributária e previdenciária cumpridas ao longo do ano, o país se encontrava com perspectivas econômicas futuras muito promissoras.

A principal lição, se é que podemos falar disso, a ser tirada de ambas as crises é a importância da prática de uma política macroeconômica responsável ao longo dos anos para evitar a erupção de crises. Uma vez eclodida uma crise, a ação da autoridade monetária deve ser a mais transparente possível, e com a finalidade de alterar as expectativas do mercado quanto ao futuro, atacando aquele que seria o enxergado como fator chave da crise. Embora o futuro de uma nação sempre lhe reservará surpresas tanto externas quanto internas, tanto políticas quanto econômicas, a prática de políticas fiscal e monetária responsáveis continuarão a serem fatores de estabilidade, e ação rápida e transparente da autoridade monetária no sentido de acalmar o mercado continuará a desempenhar papel fundamental no desenrolar de uma crise econômica.

## 6. Bibliografia

- AGENOR, P.; BHANDARI, J. S e FLOOD, R. P. : **Speculative Attacks and Models of Balance of Payments Crises**. IMF Staff Papers, June 1992.
- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro: <http://www.andima.com.br>
- Banco Central do Brasil: <http://www.bcb.gov.br/>
- DOMINGUEZ, K. M. E. e FRANKEL, J. A. (1993): **Does Foreign Exchange Intervention Work?**. Institute for International Economics.
- FLOOD, R. P. e GARBER, P. M. : **Collapsing Exchange Rate Regimes**. Journal of International Economics ½, 1984.
- KRUGMAN, P. : **A model of Balance of Payments Crises**. Journal of Money, Credit and Banking, August 1979.
- KRUGMAN, P. e OBSTFELD, M. (2000): **Economia Internacional: Teoria e Política**. Tradução da 5ª Edição americana, Editora Pearson Education do Brasil, SP.
- Notícia Comentada: <http://www.noticiacomentada.hpg.ig.com.br>
- OBSTFELD, M.: **The Logic of Currency Crises**. NBER Working Paper No 4640 (1994).
- OBSTFELD, M. e ROGOFF, K. S. (1996): **Foundations of International Economics**, The MIT Press.
- PESSOA DE ARAUJO, A. e LEON, M. S.: **Speculative Attacks on Debts, Dollarization and Optimum Currency Areas**. Ensaios Econômicos EPGE no. 446, 2002.
- ROGOFF, K. S.; HUSAIN, A. M.; MODY, A.; BROOKS, R.; OOMES, N.: **Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes**. IMF, 2004.