

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES CAMBIAIS NA DÉCADA DE 1990

JOSÉ EDUARDO TOLIPAN
Nº DE MATRÍCULA: 0612114-8

ORIENTADOR: MARCIO JANOT

12/2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES CAMBIAIS NA DÉCADA DE 1990

JOSÉ EDUARDO TOLIPAN
Nº DE MATRÍCULA: 0612114-8

ORIENTADOR: MARCIO JANOT

12/2010

“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”.

José Eduardo Tolipan

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

A conclusão deste trabalho representa o fim do meu período como universitário. Durante os últimos anos passei por momentos de muito esforço e dedicação, mas que foram fundamentais para consolidar o conhecimento acadêmico que levarei para a minha vida profissional. Gostaria de agradecer a todos que me apoiaram de alguma forma durante todo este período. Em especial, ao meu orientador neste trabalho, Marcio Janot, que esteve sempre disposto a ajudar quando precisei. Meus colegas de trabalho de quem sempre pude extrair muito conhecimento. Meus amigos que sempre estiveram ao meu lado em todas as etapas da minha vida. E por fim, aos meus familiares em geral, especialmente meu pai, minha mãe e minha irmã, com quem sempre pude contar com o amor incondicional.

Sumário:

1 – Introdução	7
2 – Modelos de Crises Cambiais, Contágio e Vulnerabilidade Macroeconômica	10
2.1 – Modelos de Crises Cambiais	10
2.2 – Contágio	11
2.3 – Vulnerabilidade Macroeconômica	12
3 – Caso da Europa	14
4 – Caso do México	20
5 – Caso do Sudeste Asiático	27
6 – Caso da Rússia	35
7 – Caso do Brasil	41
8 – Conclusão	47
9 – Bibliografia	49

Gráficos:

Gráfico 1: Libra Esterlina (cotação do marco alemão em relação à libra)	17
Gráfico 2: Taxa de Desemprego no Reino Unido	19
Gráfico 3: Índice de Preços ao Consumidor do México (variação anual)	21
Gráfico 4: Preços Administrados e Regulados do México (variação anual)	21
Gráfico 5: Conta Corrente do México (em proporção do PIB)	22
Gráfico 6: Reservas Internacionais do México (em US\$ milhões)	25
Gráfico 7: Peso Mexicano (cotação do peso em relação ao dólar)	26
Gráfico 8: Conta Corrente da Indonésia, Coréia do Sul, Malásia e Tailândia (em proporção do PIB)	27
Gráfico 9: Reservas Internacionais da Tailândia (em US\$ milhões)	29
Gráfico 10: Baht Tailandês (cotação do baht em relação ao dólar)	30
Gráfico 11: Rúpia Indonésia (cotação da rúpia em relação ao dólar)	31
Gráfico 12: Reservas Internacionais da Coréia do Sul (em US\$ milhões)	32
Gráfico 13: Won Sul-coreano (cotação do won em relação ao dólar)	33
Gráfico 14: Ringgit Malasiano (cotação do ringgit em relação ao dólar)	34
Gráfico 15: Conta Corrente da Rússia (em proporção do PIB)	35
Gráfico 16: PIB da Rússia (variação anual)	36
Gráfico 17: Índice de Preços ao Consumidor da Rússia (variação anual)	36
Gráfico 18: Petróleo (preço em dólares do barril de petróleo no mercado futuro)	37
Gráfico 19: Reservas Internacionais da Rússia (em US\$ milhões)	39
Gráfico 20: Rublo Russo (cotação do rublo em relação ao dólar)	40
Gráfico 21: Índice de Preços ao Consumidor Amplo do Brasil (variação anual)	41
Gráfico 22: Real Brasileiro (cotação do real em relação ao dólar)	42
Gráfico 23: Conta Corrente do Brasil (em proporção do PIB)	43
Gráfico 24: Reservas Internacionais do Brasil (em US\$ milhões)	44
Gráfico 25: Taxa Selic de Overnight do Brasil (ao ano)	45

Resumo:

O trabalho relata as principais crises cambiais ocorridas durante a década de 1990. Foram estudados, o fim do Sistema Monetário Europeu, a crise do México, a crise do Sudeste Asiático, a crise da Rússia e a crise do Brasil. O objetivo principal é analisar o contexto político e econômico que envolveu cada episódio. Para isso foram pesquisadas as variáveis macroeconômicas mais relevantes, visando ilustrar a situação de cada país quando ocorrera a desvalorização cambial.

Palavras-chave: CRISE, CÂMBIO, DÉCADA 1990.

1 - Introdução

A década de 1990 foi marcada por diversas crises cambiais. A época foi determinada por uma grande instabilidade econômica em diversos países do mundo, principalmente nos países em desenvolvimento. Isso fez com que os regimes cambiais vigentes fossem frequentemente ameaçados. Naquele momento, o papel da política monetária foi extremamente importante, já que o *trade-off* entre defender o regime cambial e enfrentar uma recessão ou abandonar o regime cambial e evitar uma recessão se tornava cada vez mais freqüente. Por um lado, o aumento de juros torna mais atrativo o investimento em títulos do país, estimulando a entrada de capitais ou ao menos evitando a sua fuga, enquanto que, por outro lado, o aumento da taxa de juros não era bem recebido levando-se em consideração que tal medida poderia gerar um efeito recessivo sobre o nível de atividade.

Além disso, o crescimento e a integração dos mercados financeiros durante o período fez com que a instabilidade financeira e econômica fosse ainda maior, trazendo mais volatilidade e deixando os países cada vez mais vulneráveis ao setor externo. Países que possuíam uma situação externa e fiscal preocupantes, evidenciados por altos déficits em conta corrente e altos níveis de endividamento, eram as principais vítimas. Isto acontecia porque os investidores estrangeiros eram os principais financiadores destes déficits (em conta corrente e fiscal) e uma deterioração nesses fundamentos macroeconômicos poderia afetar o fluxo de investimento estrangeiro, agravando a situação destes países.

Nesta época, o papel do contágio também foi de grande importância. Com o aumento da integração dos mercados financeiros e dos fluxos de capital estrangeiros principalmente em países em desenvolvimento, a deterioração dos fundamentos macroeconômicos de um país poderia fazer (e muitas vezes fez) com que os investidores passassem a questionar os fundamentos macroeconômicos de outros países. No momento em que é deflagrada a crise em um determinado país, é notório o reflexo em outras economias pelo mundo. O fluxo de investimento estrangeiro se reduz, muitas vezes se tornando negativo, e os países passam a vender parte de suas reservas internacionais como medida para conter a desvalorização cambial de suas respectivas moedas. Assim, a globalização e o desenvolvimento dos mercados financeiros deram novo tom ao

gerenciamento da política econômica mundial. Desde então, os países passaram a ficar ainda mais suscetíveis ao humor dos investidores estrangeiros, além de depender não só dos seus fundamentos macroeconômicos mas de todos os países do mundo. É possível afirmar que o contágio foi um dos motivos que fizeram com que muitos regimes de câmbio fixo fracassassem na década de 1990.

Outra razão fundamental para o colapso de diversos regimes cambiais neste período foi o papel das expectativas. Além do contágio, a incerteza dos investidores sobre a capacidade de um país de financiar os seus déficits em conta corrente e fiscal, fazia com que o investimento no país fosse reduzido, dificultando ainda mais o financiamento de tais déficits. Este raciocínio pró-cíclico foi fundamental no desenrolar dos eventos da década em questão. Muitas vezes, a simples desconfiança de que um país não seria capaz de sustentar o regime de câmbio fixo e acabaria por desvalorizar a sua moeda, fazia com que os investidores tivessem receio em investir naquele país. Deste modo, esta desconfiança levava a uma queda no investimento estrangeiro, e de fato, tornava muito mais difícil o financiamento das contas externas e fiscais, fazendo com que a probabilidade do abandono do regime de câmbio fixo e a subsequente desvalorização da moeda aumentasse, deteriorando ainda mais as expectativas. Este fenômeno foi chamado de “profecias auto-realizáveis” e foi bastante comum nesta época.

Portanto, a história nos mostrou que para que seja possível sustentar um regime de câmbio fixo por um longo período é necessário que o país tenha um equilíbrio macroeconômico. Tanto o déficit em conta corrente quanto déficit fiscal faz com que o investidor estrangeiro não se sinta completamente seguro em deter títulos daquele determinado país ou investir em sua economia real. É bastante comum, inclusive nos dias de hoje, a procura por ativos de riscos que pagam taxas de juros mais elevadas, como por exemplo, títulos da dívida de países em desenvolvimento. No entanto, é preciso ter em mente que a razão pela qual estes títulos possuem prêmios mais altos em relação aos países desenvolvidos é, em parte, por conta da probabilidade desses títulos não serem pagos.

Veremos também que crises cambiais muitas vezes estão associadas à outros tipos de crises que não sejam somente em relação às contas externas. Como já mencionado, a situação fiscal tem papel fundamental no desenrolar de uma crise cambial, como de fato aconteceu em diversas ocasiões durante a década de 1990. Além disso, também é possível

observar uma associação com crises bancárias, entre outros motivos, pelo fato dos bancos obterem títulos de dívida soberana de diversos países, o que lhes deixa vulnerável tanto ao câmbio quanto à situação fiscal de determinado país.

Neste trabalho serão estudados: o fim do Sistema Monetário Europeu (1992-1993), a crise do México (1994), a crise da Ásia (1997), a crise da Rússia (1998) e por fim a crise no Brasil (1999). Para isso é preciso visualizar o contexto político e econômico em que cada país se encontrava na época em que se deu a crise. Veremos que as razões que levaram às crises diferem em cada situação. Contudo, todas levaram ao colapso do regime de câmbio fixo.

2 - Modelos de Crises Cambiais, Contágio e Vulnerabilidade Macroeconômica

2.1 – Modelos de Crises Cambiais

Para podermos analisar as crises em questão, precisamos primeiramente entender os motivos que levaram tais crises a acontecer. A literatura de crises cambiais pode ser dividida em três gerações de modelos.

Os modelos de primeira geração consistem em políticas macroeconômicas inconsistentes e ataques inevitáveis. Este modelo explica as crises cambiais baseadas em fragilidades macroeconômicas. Políticas monetária e fiscal expansionistas, deterioração no déficit em conta corrente e no déficit fiscal e queda nas reservas internacionais acabam por estimular o ataque especulativo e, conseqüentemente, o abandono do regime de câmbio fixo.

Nos modelos de segunda geração a expectativa de mudança de regime cambial gera o ataque especulativo (múltiplos equilíbrios). Este modelo leva em consideração o *trade-off* entre defender o regime de câmbio fixo por meio de aumento nas taxas de juros e o abandono do regime. Em alguns casos as altas taxas de juros levam a um aumento no déficit fiscal, fazendo com que o governo opte pela flutuação do câmbio. Nestes modelos, o papel das expectativas é tão importante quanto a fragilidade macroeconômica para o colapso do câmbio fixo. Se os investidores duvidam do comprometimento do governo em relação ao regime cambial, os custos para defender o câmbio fixo podem ser altos a ponto de causar uma crise que poderia não ter acontecido se esses próprios investidores não tivessem duvidado do governo. Portanto, a decisão do governo de abandonar o câmbio fixo acaba por confirmar o questionamento anterior dos investidores, tornando as expectativas auto-realizáveis.

Os modelos de terceira geração tratam de crises de liquidez e balanços. Estes modelos surgiram após a crise da Ásia de 1997, pois o desequilíbrio macroeconômico não foi o fator preponderante para as crises, apesar dos déficits em conta corrente e da taxa de câmbio apreciada, como veremos mais a frente. Nesse caso, o setor privado desempenha um papel fundamental, e a crise cambial e bancária estão interligadas. Como os bancos emprestam em moeda doméstica, e muitas vezes possuem parte do passivo em moeda

estrangeira, uma desvalorização cambial teria um efeito muito significativo sobre o balanço dos bancos, causando uma piora na situação financeira dos bancos, e por fim, uma crise bancária.

2.2 – Contágio

Com o desenvolvimento do mercado financeiro e a globalização financeira, o contágio ganhou papel fundamental na propagação de crises cambiais. A maior integração entre os mercados financeiros e as economias dos países via comércio internacional faz com que o mundo inteiro esteja suscetível a acontecimentos em diversos países.

O contágio de crises cambiais pode acontecer de duas formas principais. A primeira é baseada no comércio internacional entre os países. Uma desvalorização cambial faz com que os produtos exportados por este país se tornem muito atrativos ao mercado consumidor internacional. Isso faz com que outros países exportadores destes mesmos produtos fiquem em desvantagem comercial, já que o seu câmbio não sofreu a mesma desvalorização do que o país concorrente e, portanto, os seus produtos estão relativamente mais caros. Esta dinâmica faz com que haja uma piora na balança comercial no país que foi prejudicado, e conseqüentemente, uma deterioração em sua conta corrente, fazendo com que haja pressão para a desvalorização cambial.

O segundo canal de contágio se dá através das expectativas por parte dos investidores. Muitos países deficitários em conta corrente financiam estes déficits via conta de capital através de investimento estrangeiro (tanto em investimento estrangeiro direto quanto em investimento em carteira). Deste modo, se houver algo que interrompa este fluxo de investimento na conta de capital, haverá uma pressão por desvalorização cambial, visando atenuar o déficit em conta corrente. Quando ocorre uma crise em um determinado país (seja ela fiscal, bancária ou de contas externas), os investidores estrangeiros passam a questionar os fundamentos macroeconômicos de outros países de características semelhantes. Isto faz com que o fluxo de investimento recue, na medida em que os investidores ficam mais avessos a risco, e passam a procurar ativos mais seguros (este fenômeno é chamado de *flight to quality*), como por exemplo, os títulos da dívida do governo norte-americano. Assim, uma crise em um determinado país pode fazer com que o

fluxo de investimento para outro país se reduza abruptamente, por meio do contágio, mesmo que este país não esteja sofrendo dos mesmos problemas do país em crise.

Portanto, o contágio faz com que mesmo os países que não possuem situação preocupante a ponto de levar a algum tipo de crise estejam, de certa forma, correndo o risco de ser vítima de uma crise externa.

2.3 – Vulnerabilidade Macroeconômica

Para entender a situação que levou vários países a sofrerem crises cambiais, é preciso primeiramente entender o contexto macroeconômico em que eles se encontravam. Mesmo sabendo que o contágio fez com que a vulnerabilidade dos países a crises cambiais aumentasse imensamente, também temos que levar em consideração que países que possuem situação econômica equilibrada estão menos propensos a sofrer qualquer tipo de pressão cambial. Portanto, a análise de variáveis macroeconômicas é fundamental para medirmos a vulnerabilidade dos países a crises cambiais, sejam estas advindas de fatores internos ou externos.

Entre inúmeras variáveis macroeconômicas de grande importância para o âmbito de crises cambiais, existem duas que merecem atenção especial: o déficit em conta corrente e o déficit fiscal.

O balanço de conta corrente é dado pela soma da balança comercial, balança de serviços, balança de renda e as transferências unilaterais. Se a soma destes quatro componentes é negativa, ou seja, o país possui um déficit em conta corrente, conclui-se que as importações de bens e serviços deste país excede as exportações. Isto significa que o país possui poupança externa. Em um regime de câmbio flutuante, o déficit em conta corrente exerceria pressão por desvalorização do câmbio, visando aumentar as exportações e diminuir as importações. No entanto, como já foi mencionado anteriormente, muitos países financiam este déficit em conta corrente através da conta financeira e de capital, via investimento estrangeiro direto e investimento em carteira. Neste caso, a situação fiscal é de extrema importância justamente porque o investidor estrangeiro financia este déficit em conta corrente através da aquisição de títulos da dívida pública do país. Se o país não possui uma situação fiscal favorável, estes títulos serão menos atraentes ao investidor estrangeiro,

o que fará com que o fluxo na conta financeira e de capital diminua, e assim, causando uma pressão por desvalorização cambial para aliviar o déficit em conta corrente.

O déficit fiscal é apenas uma medida da situação fiscal do país. Outras variáveis também são levadas em consideração. A idéia é que a situação fiscal é fator de muita importância para atrair o investimento estrangeiro responsável por financiar o déficit em conta corrente. Caso a situação fiscal não seja favorável, o investidor estrangeiro não se sentirá seguro em ter o seu dinheiro investido em títulos da dívida pública daquele país. Neste caso, para que os títulos se tornem atraentes, eles terão que pagar um prêmio de risco extremamente elevado, o que, por outro lado, deteriora ainda mais a situação fiscal do país (pois aumenta os gastos com pagamento de juros da dívida).

Portanto, países que possuem tanto déficit em conta corrente quanto déficit fiscal, o chamado déficits gêmeos, estão mais vulneráveis a sofrer uma crise cambial. No entanto, outras variáveis podem ser usadas visando medir a suscetibilidade à crises em um país. O FMI, por exemplo, criou um índice de vulnerabilidade macroeconômica (*“Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”*: IMF World Economic Outlook - January 1998”) baseado na apreciação da taxa de câmbio real, no crescimento do crédito doméstico e na razão entre M2 e as reservas internacionais. O estudo deixa explícito que a intenção é identificar a vulnerabilidade macroeconômica do país que leva a uma crise posterior, e não a previsão dessas crises. Entretanto, resultados empíricos apontam que o índice mostrava um aumento da vulnerabilidade antes de vários episódios de crises cambiais, principalmente para países emergentes.

No mesmo relatório, o FMI deixa claro que nenhum índice será capaz de capturar a complexidade dos acontecimentos que levam a uma crise. Estas geralmente incluem distúrbios econômicos, acontecimentos políticos e efeitos de contágio. Assim, esses fatores devem ser relevados, juntamente com todos os indicadores de vulnerabilidade, para poder identificar uma vulnerabilidade real em determinado país.

3 – Caso da Europa

Um dos primeiros e mais importantes casos de crise cambial na década de 1990 foi o colapso do Sistema Monetário Europeu (SME) no início da década. Após o colapso de Bretton Woods (sistema criado em 1944 em que os países teriam suas moedas atreladas ao dólar) e do fracasso da Serpente europeia (sistema em que foi tentado estabelecer uma banda de flutuação entre as moedas europeias), o SME foi criado em 1979.

Neste sistema, a Alemanha assumia o papel de moeda forte e, portanto, todas as moedas estavam atreladas ao marco alemão. Assim, todas as moedas cujos países concordassem com a entrada no SME poderiam flutuar dentro de uma banda de 2,5%. No caso da Itália, entretanto, a banda era de 6% por conta dos persistentes problemas de inflação. Além disso, os países deficitários poderiam promover realinhamentos em suas moedas na medida em que fossem necessários, e o controle de capitais foi permitido visando preservar em parte a autonomia da política dos governos. Nos primeiros quatro anos de implementação do sistema, foram realizadas desvalorizações em média a cada oito meses. Nos quatro anos seguintes a frequência havia diminuído para uma vez a cada doze meses. Com isso, o controle de capital pôde passar a ser menos rígido ao longo do tempo.

Nesta época, a Europa passava por uma tentativa de integração do mercado de fatores e produção, além da integração monetária. No entanto, esta tentativa esbarrou em diversos obstáculos estruturais tanto políticos como econômicos. A fixação da taxa de câmbio em relação ao marco alemão (lembrando que a Alemanha tinha inflação baixa) limitava a liberdade dos países de implementar políticas macroeconômicas independentes.

Neste contexto, a integração do mercado apontava para a necessidade de adoção de uma moeda única. Assim, como evolução do processo de integração do mercado europeu, o controle de capital foi eliminado. No entanto, tal medida dificultou as desvalorizações periódicas, que até então vinham garantindo o funcionamento do SME. A partir de 1990 uma série de choques começou a abalar o sistema. A recessão mundial fez as taxas de desemprego na Europa se elevarem, a depreciação do dólar afetou a competitividade dos produtos europeus e a unificação alemã elevou as taxas de juros em toda a Comunidade Europeia. Neste cenário, os líderes políticos já questionavam a união monetária, assim

como os mercados questionavam o comprometimento dos países em relação ao regime cambial.

O primeiro grande marco na tentativa de um mercado europeu integrado foi o Relatório Delors (Jacques Delors era o presidente da Comissão Europeia). Tal relatório, entre outras medidas, defendia a criação de uma moeda única em até dez anos, propunha a eliminação dos controles de capital já no início do processo e a criação do Banco Central Europeu (ECB) que teria como finalidade centralizar a política monetária da região e emitir moeda única.

O relatório foi aceito pelo Conselho Europeu em 1989, no entanto, as conferências entre os governos só foram iniciadas no fim de 1990 para finalmente serem concluídas em 1991, em Maastricht. O Tratado de Maastricht foi o segundo grande marco deste processo. Este previa esta transição em três fases. A primeira delas consistia na eliminação dos controles de capital e o fortalecimento da independência dos bancos centrais. Na segunda fase, este processo deveria se aprofundar ainda mais, contando ainda com a criação do Instituto Monetário Europeu (EMI), visando estimular a coordenação das políticas macroeconômicas. Por fim, a terceira e última fase seria a união monetária. Uma vez que todas essas condições fossem cumpridas, as taxas de câmbio seriam fixadas irrevogavelmente e o EMI seria automaticamente substituído pelo ECB.

Além das pré-condições em cada fase da transição, existiam ainda os quatro critérios de convergência. Os países deveriam manter as suas taxas de câmbio dentro das bandas de flutuação sem grandes alterações durante pelo menos dois anos anteriores à entrada no sistema. As taxas de inflação dos últimos doze meses não poderiam superar em mais de 1,5 ponto percentual as taxas dos três países com inflação mais baixa. A relação dívida/PIB não poderia superar 60%, e o déficit público não poderia ser maior do que 3%. Por fim, as taxas de juros de longo prazo não poderiam superar em mais de 2 pontos percentuais a média dos três países membros de inflação mais baixa.

Em 1992 o Sistema Monetário Europeu funcionava com sucesso, já passados cinco anos sem desvalorizações cambiais (realinhamentos) nas moedas dos países membros. Além disso, todos os países membros da Comunidade Europeia, com exceção da Grécia e de Portugal (que estava na iminência de participar) já estavam desfrutando do sistema. No entanto, a partir de então, o SME foi vítima de diversos choques políticos e econômicos. O

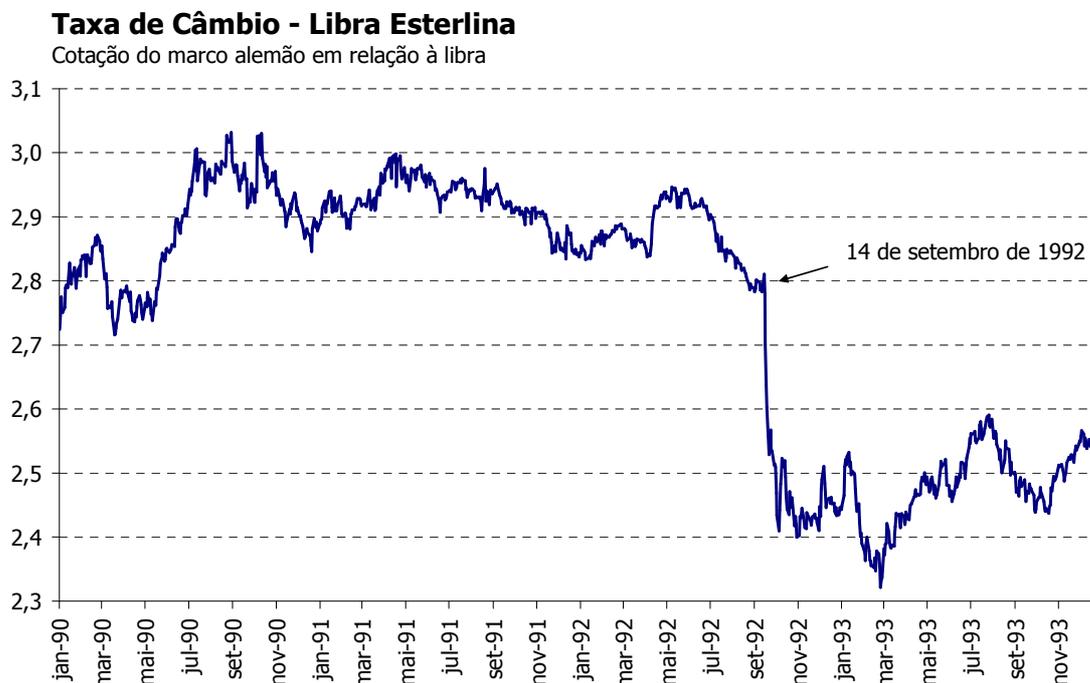
fim da União Soviética em 1991 prejudicou gravemente o comércio de países, como a Finlândia, que eram muito dependentes desta atividade. Além disso, após a unificação alemã, o governo alemão adotou uma política fiscal extremamente expansionista principalmente na parte oriental. Este tipo de medida fez com que a Alemanha obtivesse déficits orçamentários elevados. Assim, para contrabalançar a política fiscal, a política monetária teve que ser contracionista, ou seja, implicando em aumentos na taxa de juros. Como no SME a Alemanha possuía papel central (todas as moedas eram atreladas ao marco alemão), esta política monetária restritiva teve que ser implementada por todos os países membros. Levando-se em consideração que muitos países sofriam com altas taxas de desemprego (como o caso da Inglaterra) e não tinham feito política fiscal expansionista como a Alemanha, o aumento das taxas de juros não foi bem recebido.

A partir de então, alguns países membros (como a Dinamarca e a França) fizeram plebiscitos para referendar o Tratado de Maastricht, o que fez com que as moedas começassem a sofrer pressão por desvalorização, obrigando o Bundesbank a promover fortes intervenções nestas moedas.

Assim, em setembro de 1992 houve o primeiro realinhamento (desvalorização) das moedas em cinco anos, sinalizando o começo da crise que estava por vir. Apesar do realinhamento, os investidores acreditavam que uma desvalorização cambial ainda maior estava por vir, dadas as condições macroeconômicas destes países (vide modelo de segunda geração de crises cambiais), deste modo, a pressão por desvalorização não foi atenuada, pelo contrário, se expandia cada vez mais.

Com isso, muitos países elevaram as taxas de juros visando conter a pressão por desvalorização das moedas. No entanto, a pressão era tamanha que a perda de reservas internacionais estava sendo muito abrupta. Assim, as taxas de juros deveriam ser elevadas para níveis extremamente altos e inconsistentes com a realidade macroeconômica desses países. Foi o que aconteceu no caso da Inglaterra. O fatídico caso do investidor George Soros, relata a sua descrença em relação ao governo inglês conseguir manter a moeda valorizada por tanto tempo, acreditando que uma desvalorização seria inevitável. Deste modo, a Inglaterra declarou a sua saída do SME em 16 de setembro de 1992 e a moeda desvalorizou logo em seguida, como podemos observar no gráfico 1. Logo após a saída da Inglaterra, foi a vez da Itália deixar o câmbio flutuar.

Gráfico 1:



Fonte: Bloomberg.

Após a Inglaterra e a Itália, a moeda de vários outros países sofreu forte pressão por desvalorização. Essas pressões se traduziam em enormes perdas de reservas internacionais. No caso da Suécia, a venda de reservas foi tão significativa que o Riksbank gastou no total, US\$ 3,500 por habitante no país para defender a coroa sueca (*Eichengreen 1998*). Outros países como a Espanha, Portugal e a Irlanda também sofreram pressão e foram obrigadas a promover desvalorizações em suas moedas.

Em 1993 houve um novo plebiscito na Dinamarca, dessa vez concordando com o Tratado de Maastricht. Além disso, o Bundesbank reduziu as taxas de juros, aliviando a pressão sobre os outros bancos centrais e suas moedas, que haviam sofrido desvalorizações, registraram altas.

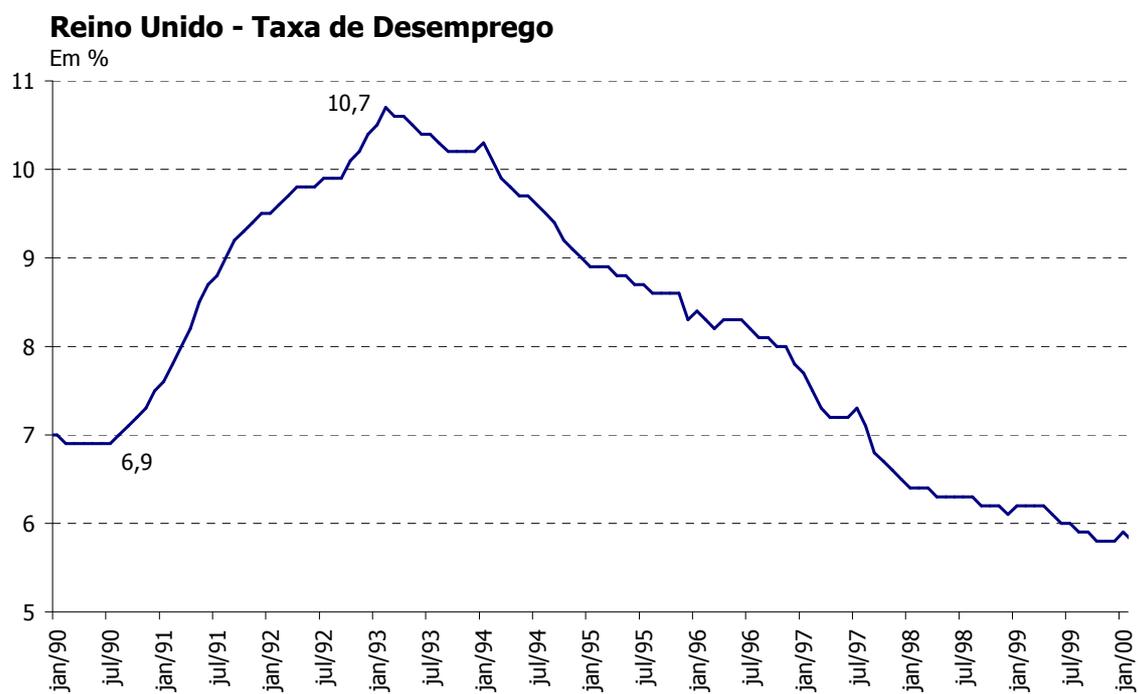
Nesse contexto, a França, que já possuía taxas de inflação mais baixas do que a Alemanha começou a promover cortes na taxa de juros, acreditando que a Alemanha iria se manifestar da mesma maneira. No entanto, a Alemanha não se mostrou disposta a um corte de juros tão alto, ainda cautelosa com a inflação. Isso fez com que o franco desvalorizasse até o piso de sua banda, obrigando o Banco Central da França a intervir. Além do franco, as

moedas da Bélgica e da Dinamarca também sofreram o mesmo problema. As autoridades governamentais dos países membros se reuniram para decidir uma maneira de evitar os distúrbios causados no sistema. No entanto, não houve consenso sobre a melhor forma de fazê-lo. Deste modo, decidiu-se por aumentar a banda de flutuação de todas as moedas de 2,25% para 15%, permitindo maior liberdade de flutuação para o câmbio.

Portanto, podemos perceber que o início da década de 1990 foi um período muito conturbado na Europa tanto do ponto de vista político quanto do ponto de vista econômico. No entanto, a política monetária era compartilhada por todos os países membros do SME. Deste modo, a política monetária contracionista da Alemanha criou um ambiente desinflacionário em todo o sistema. Considerando a fragilidade do mercado de trabalho europeu na época, esta política desinflacionária significava desemprego ainda mais alto. As únicas opções que restavam ao resto dos países seriam a expansão fiscal e a desvalorização da moeda. Como a austeridade fiscal era necessária para defender o funcionamento do SME, a pressão por desvalorização da moeda foi imensa. Os investidores, cientes da situação macroeconômica de cada país membro do sistema, identificaram desequilíbrios no mercado cambial desses países e, portanto, começaram os ataques especulativos. A perda de reservas para defender as moedas locais se tornou cada vez mais insustentável e alguns países tiveram que deixar o sistema.

O colapso do Sistema Monetário Europeu demonstra a dificuldade de se manter um mercado monetário integrado em um contexto de tantas diferenças macroeconômicas entre os países. As pré-condições exigidas no Tratado de Maastricht tinham como objetivo montar um cenário macroeconômico sólido entre os países membros. No entanto, a quantidade de eventos políticos e econômicos que ocorreram no período fizeram com que a política monetária contracionista adotada pela Alemanha fosse prejudicial ao resto dos países, que sofriam com altas taxas de desemprego, como podemos observar no gráfico 2, no caso do Reino Unido.

Gráfico 2:



Fonte: Bloomberg.

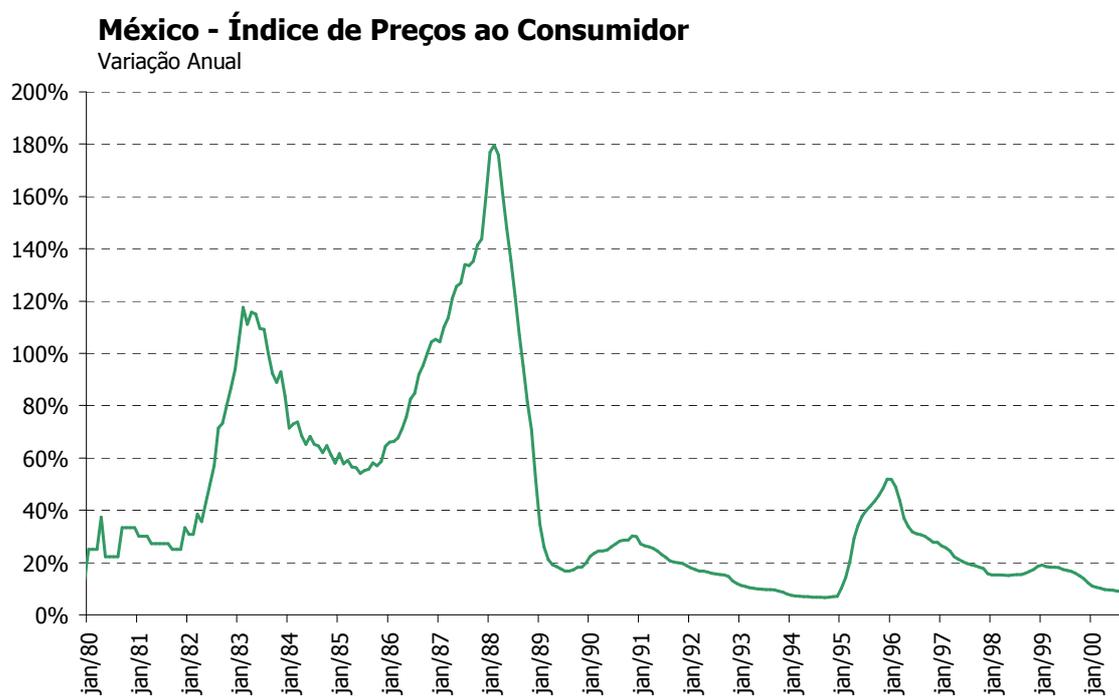
Nesse contexto, os países membros tiveram dificuldade em encontrar artifícios para impulsionar suas economias sem comprometer o regime cambial, e por isso, o fracasso do sistema.

4 – Caso do México

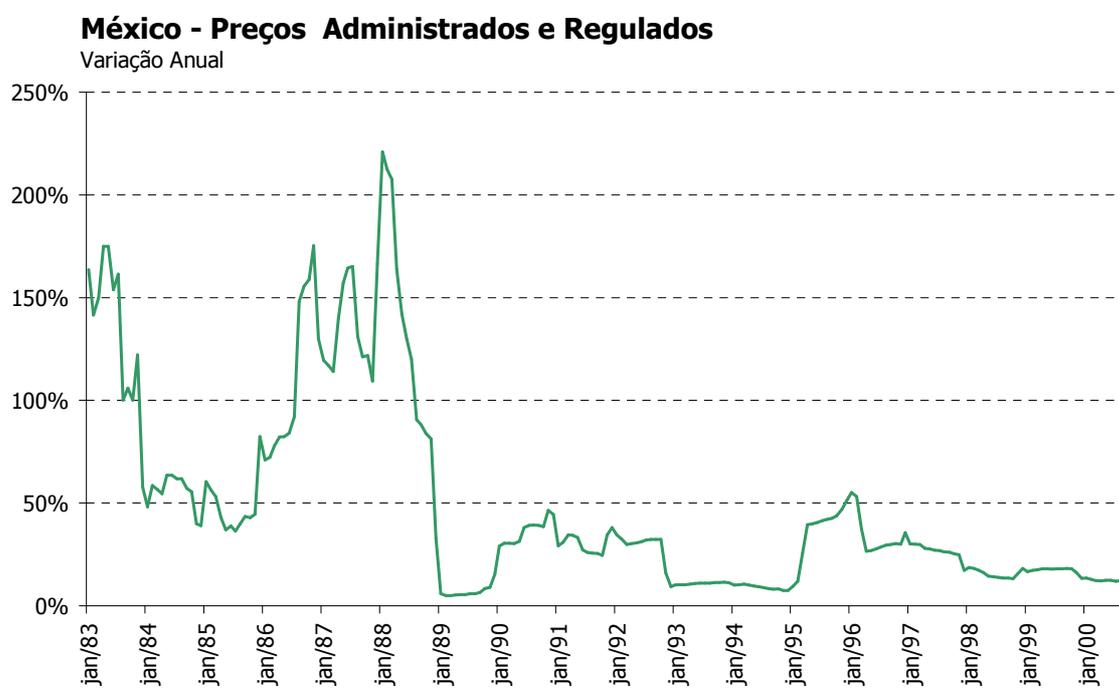
A crise do México no final de 1994 foi a primeira grande crise cambial em uma economia emergente na década de 1990. Neste episódio, é possível perceber o contexto político-econômico e a participação dos investidores como fundamentais durante o desenrolar da crise no país.

Durante a década de 1980, após o episódio da crise fiscal em 1982, quando o governo ameaçou não pagar a dívida externa, o México entrou em um cenário extremamente inflacionário, atingindo níveis próximos a 180% acumulado em doze meses em 1988. Visando combater a inflação, o governo adotou o plano de estabilização com uma série de medidas, envolvendo o congelamento de salários e de preços administrados, além de fixar a taxa de câmbio, tendo este como o principal instrumento de combate à inflação. Segundo Edwards e Savastano (*Edwards & Savastano 1998*), o plano era baseado em quatro componentes: a abertura da economia para competição internacional; um processo de privatização e desregulamentação; um programa de estabilização centrado em uma taxa de câmbio nominal fixa, que seria garantida por políticas fiscais e monetárias restritivas; e por fim, um acordo social entre o governo, o setor privado e sindicatos de trabalho, chamado Pacto. Podemos ver no gráfico 3 que de 1985 até o início de 1988 o país passou por um surto inflacionário, atingindo níveis extremamente altos. Somente em meados de 1988, quando a reforma estrutural no país começou a ganhar força, a inflação apresentou trajetória de declínio, voltando a patamares mais razoáveis no fim da década (em março de 1989 a inflação já estava em torno de 21% acumulado em doze meses). No entanto, observamos um movimento ainda mais significativo nos preços administrados e regulados. Estes já haviam ultrapassado variação de 200% acumulado em doze meses em janeiro de 1988. Com o congelamento de salários e de preços administrados, esta variação passou para apenas 5,9% em janeiro de 1989.

Gráficos 3 e 4:



Fonte: Bloomberg.

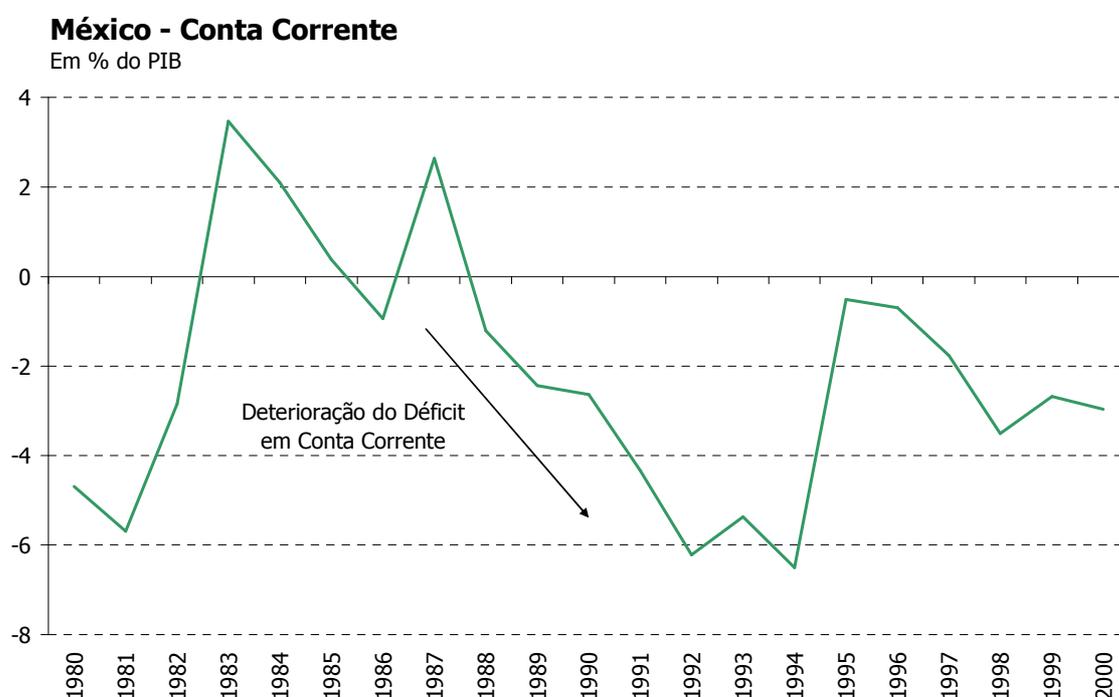


Fonte: Bloomberg.

Em fevereiro de 1988 a taxa de câmbio foi fixada. No entanto, até 1994 houve várias mudanças no regime cambial. Primeiramente para um sistema de desvalorização contínua e anunciada previamente. Em novembro de 1991 foi estabelecido um sistema de banda, até que do início de 1992 até o fim de 1993 a taxa se manteve estável. Durante todo este período, o regime cambial foi garantido pelas políticas fiscais e monetárias adequadas.

Apesar do sucesso em reduzir a inflação de patamares extremamente elevados para um nível mais sustentável, esta ainda estava por volta de 20%. Esta combinação de inflação com taxa de câmbio nominal fixa fazia com que a taxa de câmbio real se apreciasse. Com isso, o déficit em conta corrente se tornou crescente neste período, e portanto, começou-se a questionar a capacidade de financiamento deste déficit dado o nível de reservas internacionais. No entanto, no início da década de 1990 foi feito o acordo de redução da dívida, o chamado Plano Brady, levavam este nome em homenagem ao Secretário do Tesouro Americano, Nicholas Brady. Com isso, os investidores voltaram a ver o México com bons olhos, e a volta do fluxo de capital foi suficiente para financiar o enorme déficit em conta corrente (acima de 6% do PIB em 1992).

Gráfico 5:



Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Muito se discutia em relação à questão da apreciação da taxa de câmbio real. No entanto, as autoridades mexicanas estavam confiantes na economia do país. Acreditavam que o aumento da produtividade iria impulsionar as exportações, fazendo com que o déficit em conta corrente se atenuasse. Além disso, o sistema de bandas na taxa de câmbio e a escolha da taxa de juros, davam espaço suficiente para lidar com uma possível queda nos fluxos de capitais. Assim, acreditando que a aprovação do NAFTA (*North American Free Trade Agreement*, que era um acordo que estabelecia o livre comércio entre os países da América do Norte) no final de 1993 e a entrada na OECD (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico) marcada para 1994, comprovariam os fundamentos macroeconômicos sólidos no país. Portanto, em 1994 (ano de eleições presidenciais) o governo aprovou um plano econômico que buscava inflação de um dígito e crescimento econômico. Por outro lado, a crença que o enorme fluxo de capital resultante da melhora nos fundamentos macroeconômicos do país poderia financiar a forte deterioração no déficit em conta corrente não se sustentava no longo prazo. Na medida em que este déficit se tornava cada vez maior, e portanto, era necessária uma quantidade ainda maior de investimentos via conta de capital para financiar este déficit, assim os próprios investidores passavam a questionar a capacidade deste financiamento, e como consequência, atribuíam maior probabilidade de desvalorização da moeda (este é o papel das expectativas, já abordado anteriormente).

Em 1994 alguns acontecimentos e mudanças de políticas começaram a comprometer o andamento da economia doméstica. As eleições presidenciais foram marcadas pelo assassinato do candidato do Partido Revolucionário Institucional, Luis Donaldo Colosio Murrieta. Alguns meses depois, foi assassinado José Francisco Ruiz Massieu, presidente do Partido Revolucionário Institucional e cunhado do então presidente do país, Carlos Salinas de Gortari. Esta seqüência de acontecimentos trágicos gerou muita incerteza sobre o futuro da política do México, e conseqüentemente, sobre a manutenção da reforma estrutural e a política econômica vigente até então.

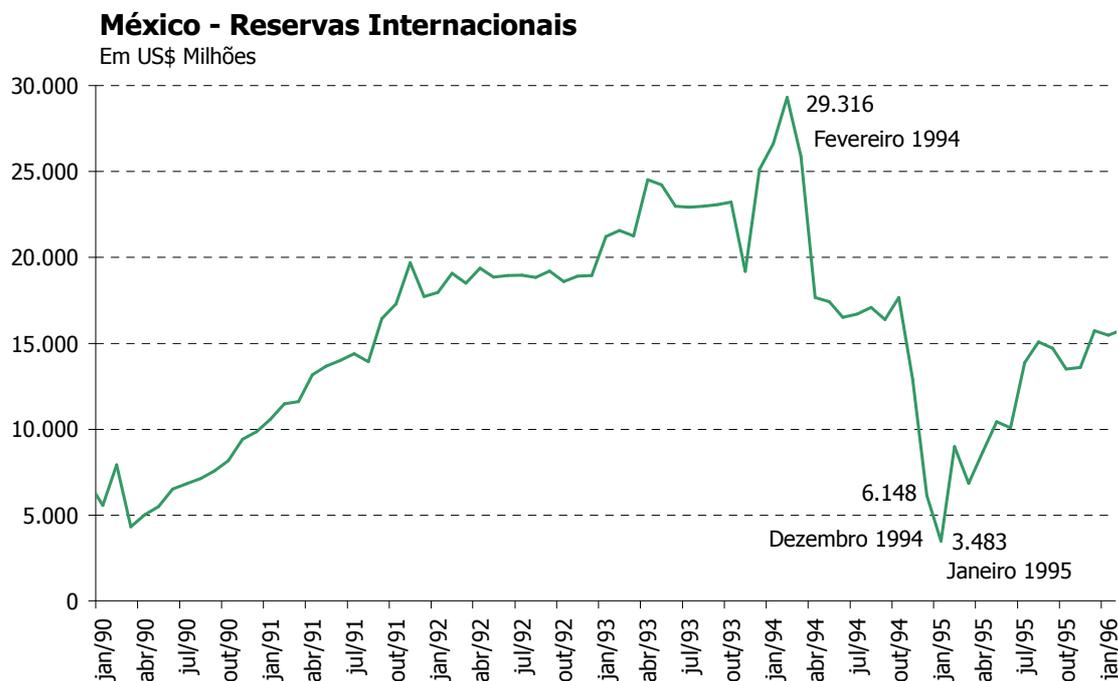
No panorama econômico, o governo decidiu, em abril, trocar os *Cetes* (dívida denominada em peso) que estavam vencendo por *Tesobonos* (instrumentos de dívida de curto prazo denominados em dólar). Este tipo de medida era interessante principalmente para o investidor que tinha alguma desconfiança em relação à sustentação do câmbio fixo.

É interessante ressaltar que este tipo de medida foi tomada porque o governo encontrava dificuldades em rolar as suas dívidas em vencimento próximo, principalmente nos elevados *yields* (rendimentos) que o mercado estava exigindo. Por isso, a decisão da emissão de títulos denominados em dólar veio como uma alternativa à alta de juros. Enquanto isso, a discussão sobre a taxa de câmbio apreciada ganhava força e isto estava começando a se refletir nas reservas internacionais.

A decisão de emitir dívida denominada em dólar criou um enorme desequilíbrio na economia mexicana. As reservas internacionais foram extremamente afetadas pelas emissões de *Tesobonos*. A situação chegou a um nível tão crítico que as reservas internacionais somavam apenas US\$ 6 bilhões em dezembro de 1994, enquanto que haviam aproximadamente US\$ 29 bilhões em *Tesobonos* com vencimento em 1995 (*Roubini 2004*). Este cenário comprometeu ainda mais a sustentabilidade do câmbio fixo.

O aumento da taxa de juros nos Estados Unidos e a deterioração dos fundamentos macroeconômicos no México fez com que os investidores estrangeiros estivessem cada vez menos dispostos a financiar o crescente déficit em conta corrente. O México se tornava cada vez menos interessante como opção de investimento, criando um ambiente de possível desvalorização da moeda. Assim, as reservas internacionais foram fortemente afetadas, como observamos no gráfico 6.

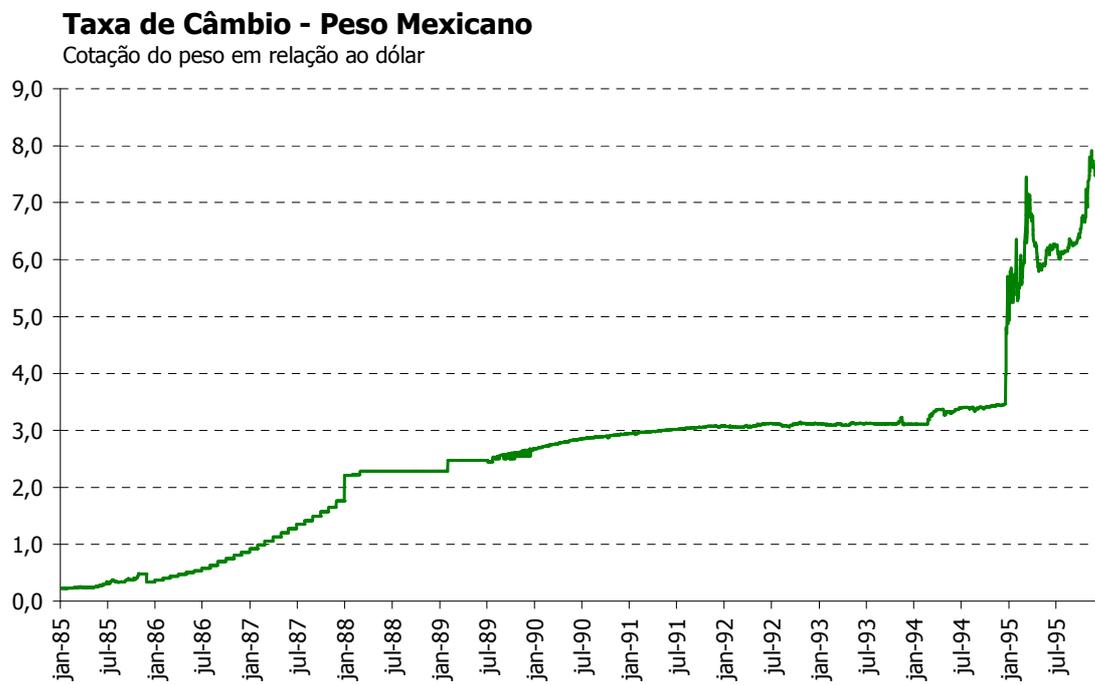
Gráfico 6:



Fonte: CEIC Data Manager.

Neste cenário, os ataques especulativos se tornavam cada vez mais constantes. Isto fez com que o governo, em 20 de dezembro de 1994, desvalorizasse o câmbio em 15%. No entanto, a desvalorização na banda cambial não foi acompanhada por mudanças na política macroeconômica. Assim, os investidores consideraram que esta medida não seria eficaz, e os ataques especulativos continuaram. Em apenas um dia o Banco Central do México perdeu aproximadamente US\$ 4 bilhões em reservas internacionais. Portanto, estava claro que não havia outra solução a não ser deixar o câmbio flutuar, gráfico 7.

Gráfico 7:



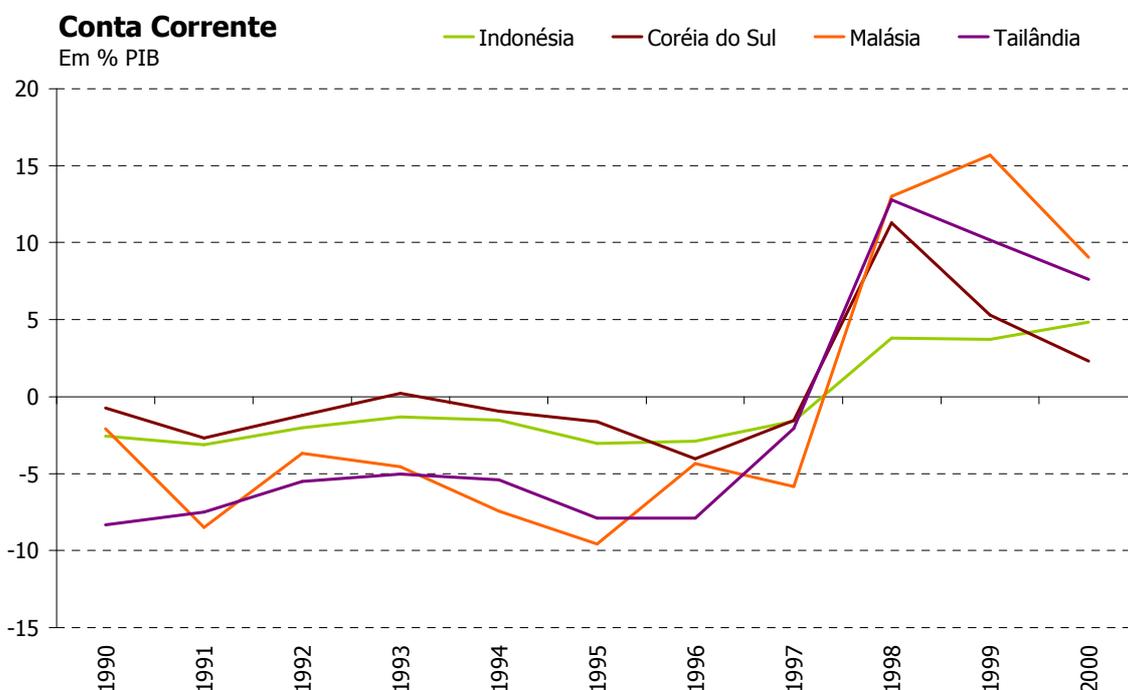
Fonte: Bloomberg.

5 – Caso do Sudeste Asiático

A crise da Ásia foi uma das mais significativas na década de 1990. Entre os países mais afetados, estavam: Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul e Malásia. Além de sua característica cambial, considerando que a crise resultou no abandono do regime de câmbio fixo nesses países, esta também foi marcada pela importância do sistema financeiro no desenrolar da crise.

Durante este período, os países do Sudeste Asiático possuíam suas moedas atreladas ao dólar norte-americano e elevados déficits em conta corrente até o abandono do câmbio fixo, como pode ser visto no gráfico 8, tais déficits eram financiados através de investimento em conta de capital (a conta de capital havia sido parcialmente liberalizada na década de 1990), principalmente em instrumentos de dívida. No caso da Malásia e da Tailândia os déficits eram demasiadamente altos, chegando a 9,6% e 7,9% respectivamente em 1995. Com a desvalorização da moeda, todos os países passaram a apresentar superávits bastante significativos a partir de 1998.

Gráfico 8:



Fonte: Fundo Monetário Internacional.

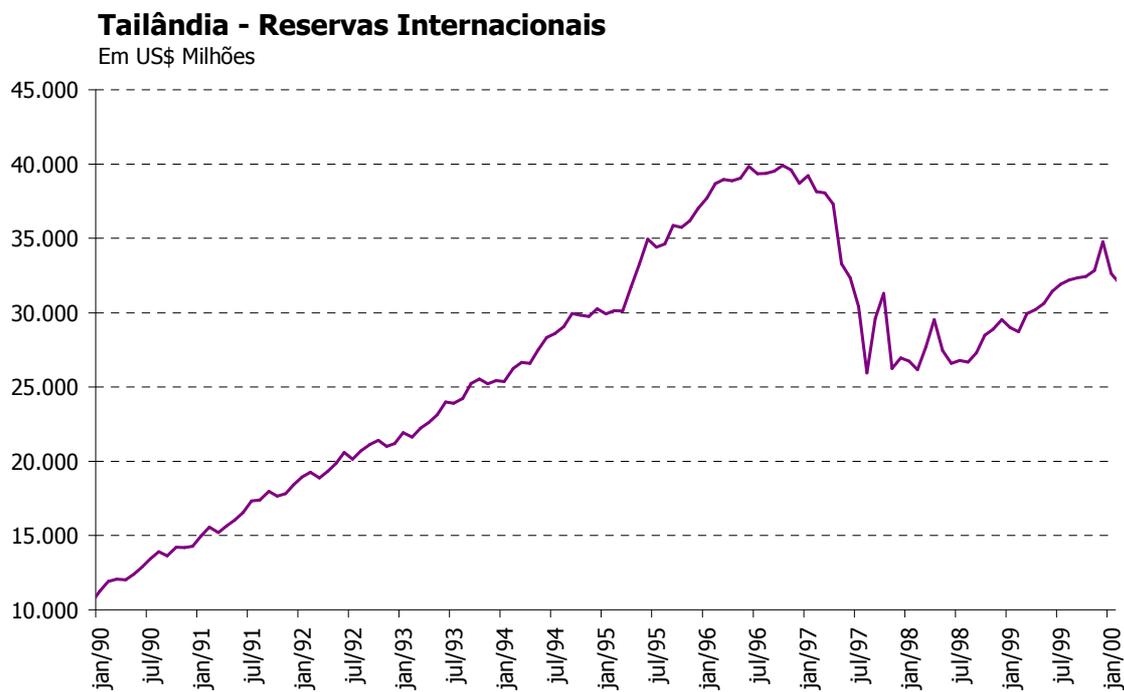
Além da questão macroeconômica, a crise asiática foi caracterizada pela fragilidade do mercado financeiro. Como o mercado de títulos de renda fixa e ações não era suficientemente desenvolvido, naquela época a maioria das transações financeiras eram intermediadas pelo sistema bancário. Ou seja, o fluxo de capitais que financiava os expressivos déficits em conta corrente, passava pelos bancos locais. Estes bancos pegavam empréstimos de bancos estrangeiros e repassavam para as empresas nacionais. Com isso, na medida em que estas empresas começaram a apresentar dificuldades em honrar suas dívidas, estes bancos sofriam tanto com as inadimplências quanto com as dívidas que detinham em moeda estrangeira.

Assim, o cenário que levou à crise nestes países e a desvalorização de suas moedas era bastante complexo. Além dos altos déficits em conta corrente, estes países sofriam de fragilidade no setor financeiro e bancário, empréstimo estrangeiro de curto prazo, crescimento substancial do crédito, altas taxas de investimentos em projetos de empresas que não se mostraram rentáveis e, como consequência, muitas delas foram à falência.

A Tailândia é um bom exemplo da dinâmica que levou à crise. Em gráfico acima, observamos que o país teve grandes déficits em conta corrente nos anos pré-crise, chegando a 7,9% do PIB em 1995. O financiamento deste déficit ocorria através de empréstimo estrangeiro, mais especificamente dívida externa de curto prazo. Como já explicado anteriormente, os bancos nacionais eram os intermediários destas transações. Estes usavam empréstimo do exterior para conceder empréstimo em moeda estrangeira para as empresas nacionais. Este sistema fez com que a dívida externa do setor financeiro fosse maior do que as reservas internacionais do governo. Neste caso, qualquer choque adverso teria um efeito devastador sobre a economia, o que não teria acontecido se o déficit em conta corrente fosse financiado via investimento estrangeiro direto, ao invés de dívida externa de curto prazo.

Como podemos ver no gráfico 9, o Banco Central da Tailândia tentou resistir aos ataques especulativos através da venda de reservas internacionais. É possível verificar a intensidade da queda nas reservas de outubro de 1996 até agosto de 1997. Esta tendência só foi revertida quando o *baht* passou a flutuar.

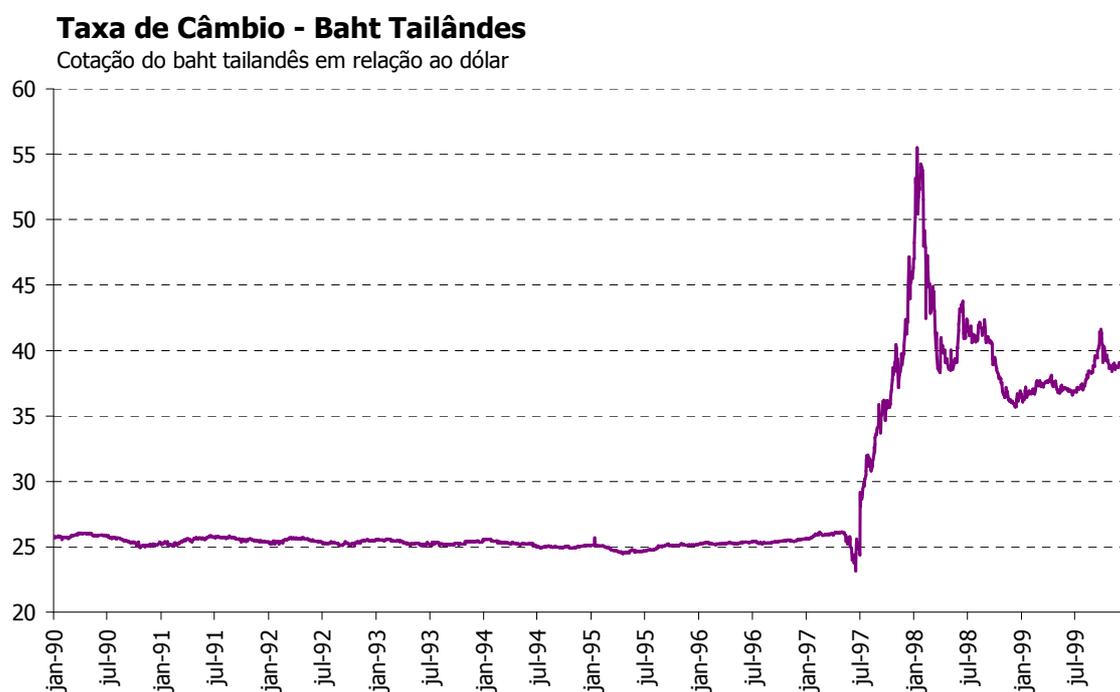
Gráfico 9:



Fonte: CEIC Data Manager.

Como o estoque de dívida externa em dólar com vencimento próximo era muito grande, a perda das reservas já havia sido substancial e a pressão continuava sendo muito forte, o esforço do Banco Central em defender o câmbio fixo não seria suficiente, portanto, decidiram por deixar o câmbio flutuar, como podemos observar no gráfico 10.

Gráfico 10:



Fonte: Bloomberg.

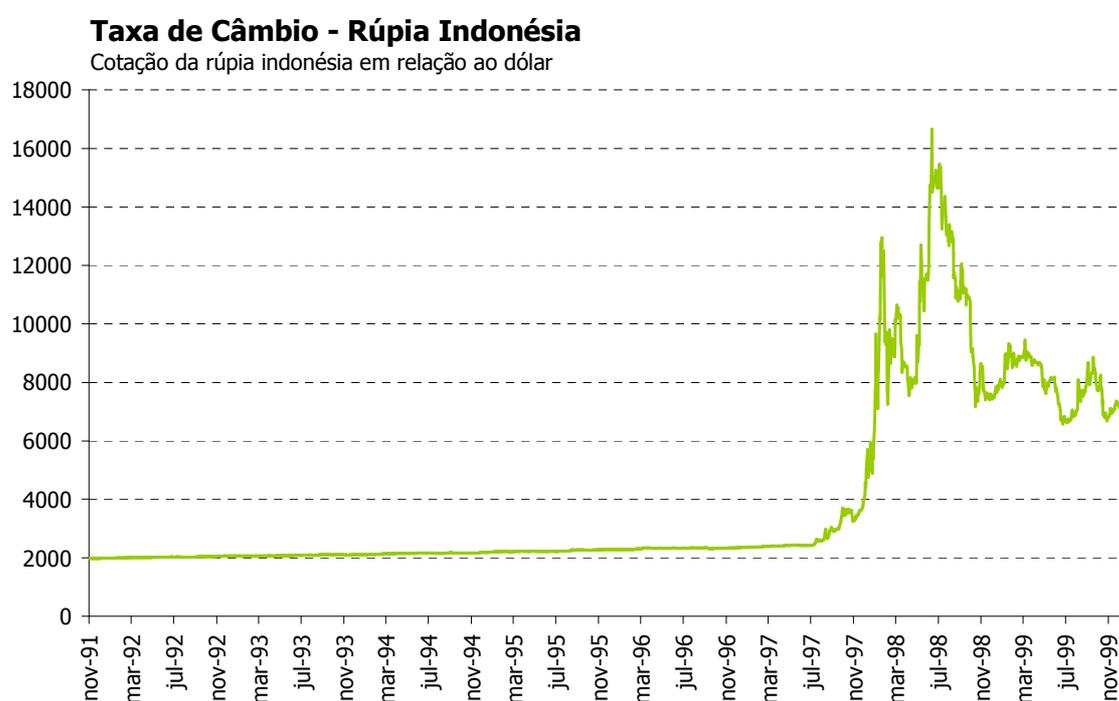
No entanto, ao contrário de outras crises em que a desvalorização cambial atuou positivamente sobre a economia, principalmente no que diz respeito ao déficit em conta corrente. A crise da Ásia teve uma característica peculiar. Como muitas empresas nacionais possuíam grande parte do seu passivo em dívida em moeda estrangeira, por conta dos empréstimos dos bancos nacionais, a desvalorização do *baht* teve um efeito extremamente ruim para o sistema financeiro. A desvalorização cambial fez com que a dívida das empresas aumentasse substancialmente, tornando-as insolventes.

Já no caso da Indonésia, o déficit em conta corrente não era tão grande quanto o da Tailândia. Deste modo, a quantidade de dívida externa necessária para financiar o déficit também era menor. Assim, este não foi o grande problema da crise neste país, mas sim o setor corporativo.

Muitas empresas pegavam empréstimos denominados em moeda estrangeira com bancos internacionais. Isto fez com que grande parte da dívida do setor privado fosse em moeda estrangeira, mesmo em empresas em que a receita não fosse em moeda estrangeira (como a Indonésia é um país exportador, muitas empresas recebiam em moeda estrangeira,

no entanto, não eram necessariamente essas empresas que tomavam os empréstimos com os bancos estrangeiros). Com isso, a demanda por moeda estrangeira para honrar ou garantir o pagamento dessas dívidas fez com que a moeda local, a *rupiah*, sofresse pressão por desvalorização. Este mecanismo criou um ciclo vicioso que resultou em intervenção do Banco Central e do próprio governo (aumentando substancialmente a relação dívida sobre o PIB) e o abandono do câmbio fixo, como pode ser visto no gráfico 11.

Gráfico 11:



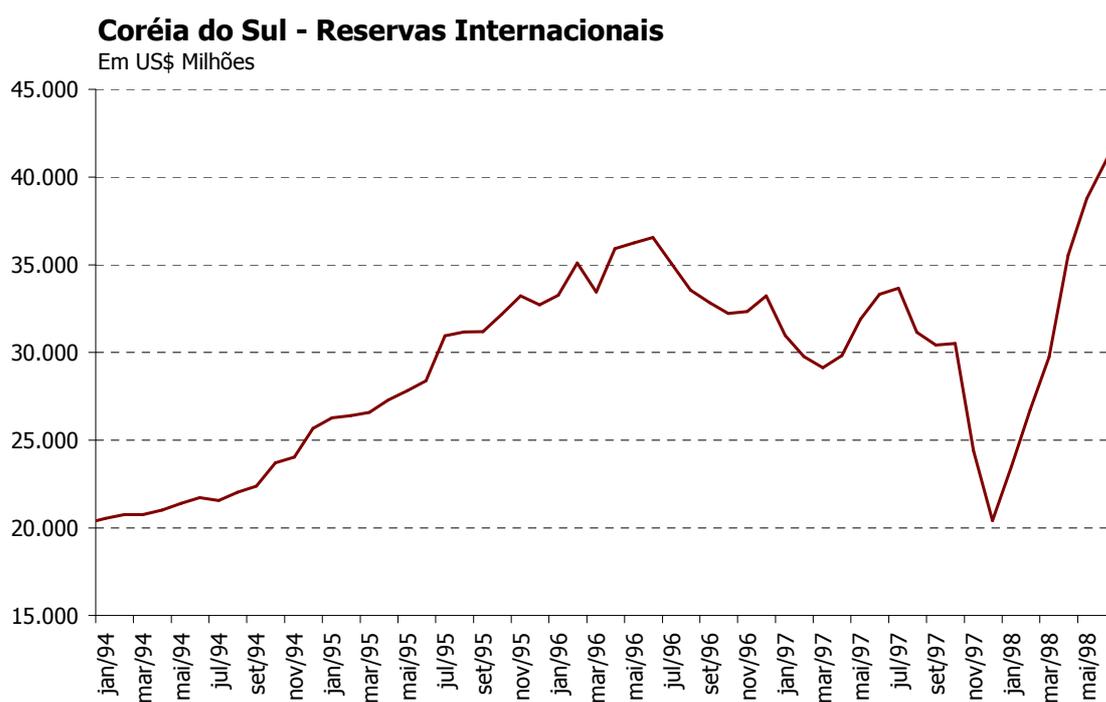
Fonte: Bloomberg.

Assim como a Indonésia, a Coreia não possuía um déficit em conta corrente tão alto como a Malásia e a Tailândia. O problema, neste caso, também partiu do setor bancário e corporativo. Os bancos locais haviam emprestado demasiadamente para os chamados *chaebols* (grandes conglomerados de empresas, muito comuns na Coreia, geralmente controlados por famílias, alguns exemplos são a Hyundai, Samsung e LG) que na época estavam extremamente alavancados. Os *chaebols* pegavam empréstimos dos bancos para financiar os seus projetos, no entanto, grande parte desses investimentos fracassou. Em

1997, logo antes da moeda se desvalorizar, sete dos trinta maiores *chaebols* já podiam ser considerados como falidos (*Roubini 2004*).

Além disso, do mesmo modo em que ocorria nos outros países do sudeste asiático, a Coreia também financiava o seu déficit em conta corrente através de instrumentos de dívida externa, ao invés de fazê-lo por meio do investimento estrangeiro direto. Assim, os bancos locais se encontraram numa situação de dívida em moeda estrangeira, enquanto os empréstimos que haviam concedido foram para empresas que estavam à beira da falência. Deste modo, em 1997 o crédito externo se reduziu drasticamente, exercendo pressão para que a moeda se desvalorizasse e obrigando o Banco Central a intervir por meio de venda das reservas internacionais, principalmente injetando-as nos bancos nacionais.

Gráfico 12:

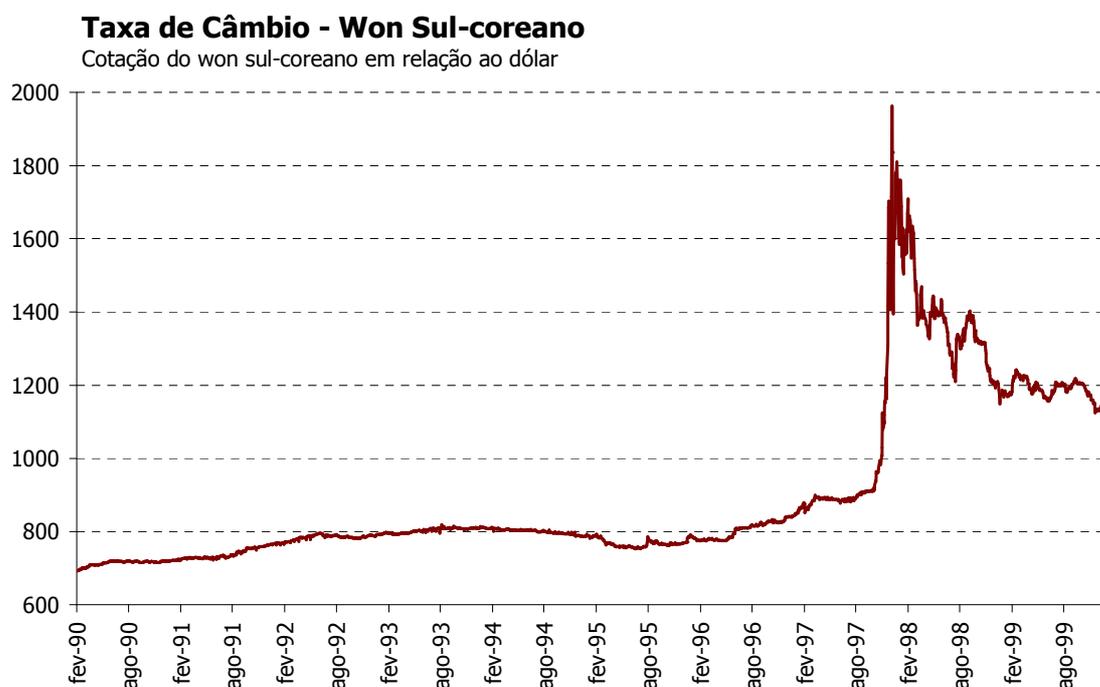


Fonte: CEIC Data Manager.

Como podemos observar em gráfico acima, a Coreia incorreu em forte perda de reservas durante o ano de 1997. No entanto, estas intervenções só conseguiram adiar o que seria inevitável. O estoque de dívida externa era ainda maior do que o volume de reservas,

além disso, o pânico bancário continuava. Portanto, no final de 1997 o país abandonou o câmbio fixo e a moeda desvalorizou substancialmente.

Gráfico 13:



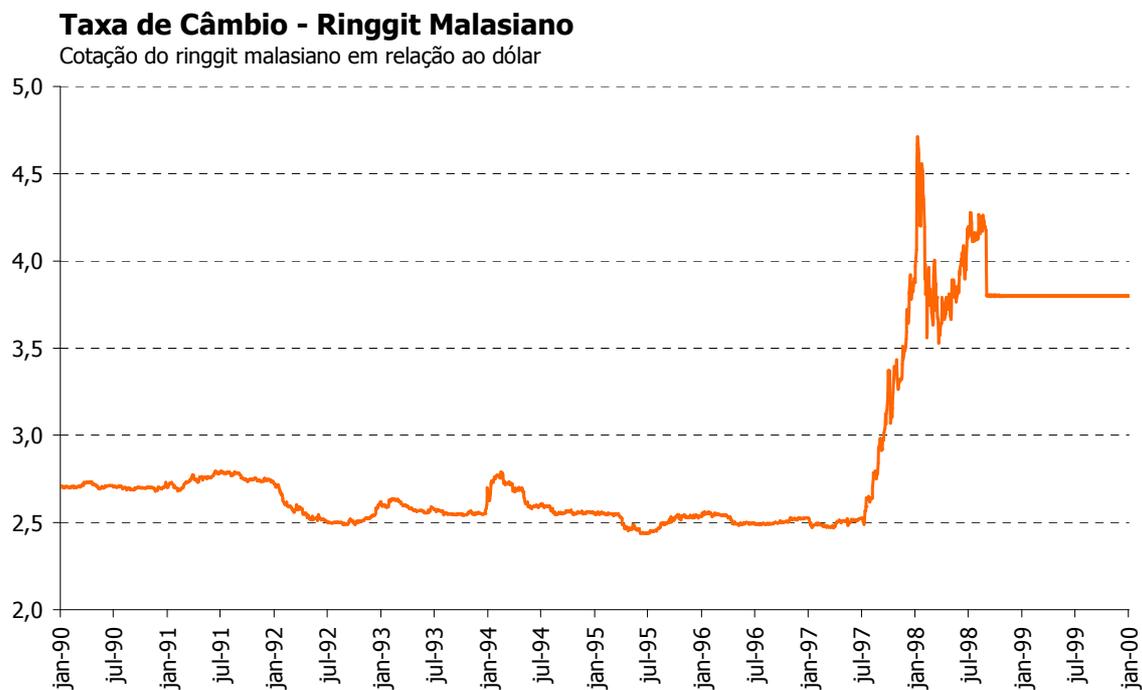
Fonte: Bloomberg.

A experiência da Malásia difere dos outros países em alguns aspectos. Apesar do enorme déficit em conta corrente, o país não possuía uma dívida externa tão exagerada como vimos nos casos anteriores. Isso acontecia porque o país financiava parte do déficit em conta corrente através de investimento estrangeiro direto e investimento em ações, o que diminuía o risco de uma pressão por desvalorização do câmbio e problemas com proximidades de vencimentos dos títulos de dívida, como nos outros casos. No entanto, a Malásia também experimentou um *boom* de crédito, que fez com que os preços de ativos se elevassem substancialmente, gerando uma bolha. Na medida em que o fluxo de capital se reduziu, os preços de ativos despencaram e o país entrou em recessão.

É interessante notar, que neste caso, ao contrário do que aconteceu nos outros países, após o abandono do câmbio fixo e da forte desvalorização da moeda, o *ringgit*, o

governo atrelou novamente a sua moeda ao dólar, em setembro de 1998, e impôs o controle de capitais, como mostra o gráfico 14.

Gráfico 14:

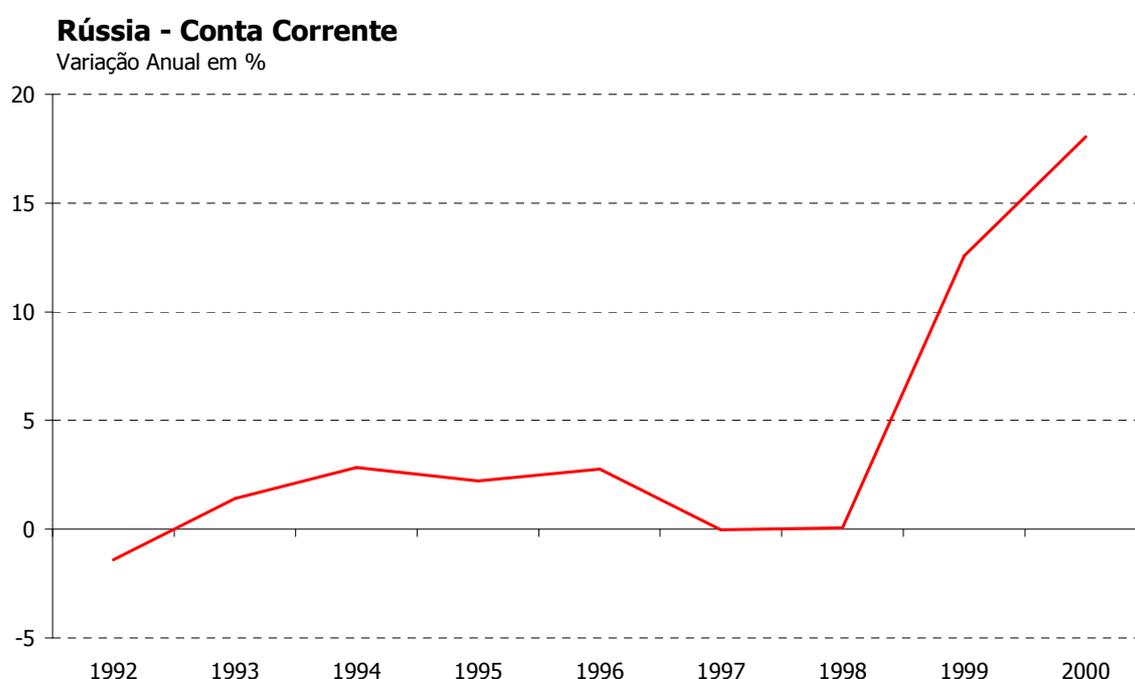


Fonte: Bloomberg.

6 – Caso da Rússia

A crise da Rússia de 1998 difere das outras crises na década de 1990 em vários aspectos. O primeiro deles está ligado à questão do balanço de pagamentos. Ao contrário do que vimos em outras crises na década, principalmente nos países em desenvolvimento, a Rússia não possuía déficit em conta corrente, em grande parte devido às exportações de petróleo. Por outro lado, o país emitiu muita dívida externa durante a década para financiar a sua desastrosa situação fiscal.

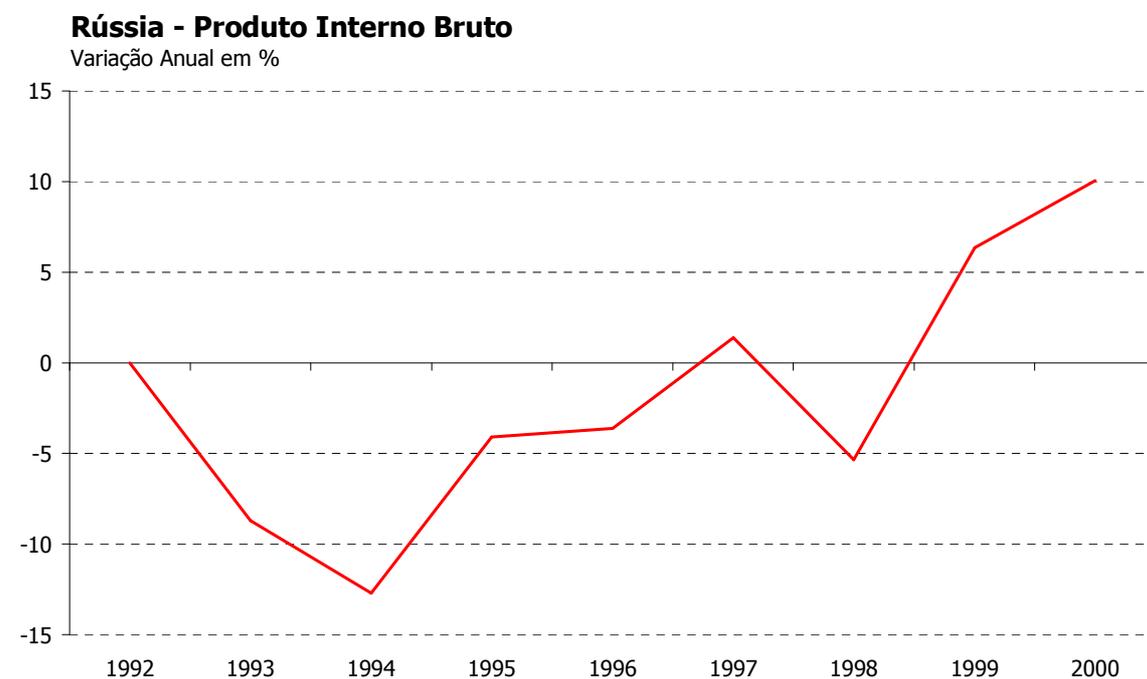
Gráfico 15:



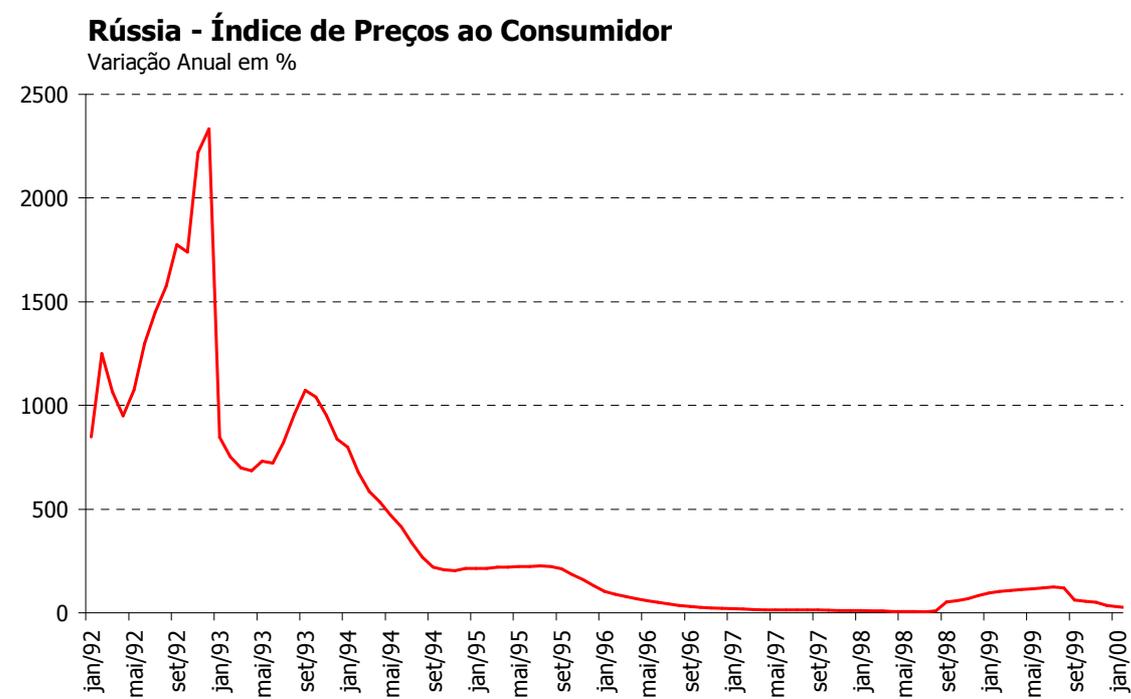
Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Outro aspecto em que a crise da Rússia apresentou diferença em relação às outras crises do período foi a peculiaridade da história política e econômica do país. Após o fim da União Soviética em 1991, a Rússia se deparou com diversos obstáculos na tentativa de transformar o país em uma economia de mercado. Do lado econômico as variáveis demonstravam um cenário trágico, com quedas constantes no PIB, um parque industrial enfraquecido e inflação elevada.

Gráficos 16 e 17:



Fonte: Fundo Monetário Internacional.



Fonte: Bloomberg.

Além disso, do lado cultural também se encontrou extrema dificuldade em acostumar os cidadãos com um sistema completamente diferente daquele que viveram durante décadas. O povo russo se acostumara com um sistema em que não haviam impostos. Por isso, uma vez que o país aderiu ao capitalismo, o governo necessitava do pagamento dos impostos para financiar os gastos públicos. No entanto, não se recolhiam impostos, apesar de existirem na época 200 tributos na legislação (*Simonetti 1998*), e o sistema de fiscalização era falho, o que tornava a situação fiscal do país muito preocupante. Assim, o governo passou a vender títulos de dívida a taxa de juros extremamente elevadas, os *GKO*s, visando financiar os constantes déficits fiscais.

Após a crise da Ásia em 1997, a demanda mundial por petróleo foi reduzida drasticamente, se refletindo em queda substancial do preço da commodity. Como podemos observar em gráfico abaixo, em janeiro de 1997 o barril de petróleo custava cerca de US\$ 26 no mercado futuro, já em janeiro de 1999 o preço havia recuado para US\$ 12. Esta queda de mais de 50% no preço foi extremamente prejudicial à economia russa.

Gráfico 18:



Fonte: Bloomberg.

Como grande parte da economia era voltada para a produção e exportação de petróleo e seus derivados, esta forte queda no preço teve efeitos importantes sobre a economia. É possível observar, inclusive, a piora no saldo em conta corrente, passando de um superávit de 2,7% do PIB em 1997 para um déficit de 0,02% no ano seguinte. Além disso, também podemos observar este efeito no PIB, com queda de 5,3% em 1998 em relação ao ano anterior.

Dado o cenário de fraqueza na economia e deterioração nos fundamentos macroeconômicos advinda da crise da Ásia e a conseqüente queda nos preços de commodities, a situação russa ficou ainda mais grave. O fluxo de investimento estrangeiro se reduziu e passava a apresentar saídas líquidas de capital do país, refletindo a piora na situação do país e o aumento na probabilidade de *default* (não pagamento dos títulos emitidos) e de uma possível desvalorização cambial. Além disso, muitos bancos nacionais já estavam em dificuldade de honrar seus compromissos e a demanda por dólares aumentava a cada dia. Para tentar atenuar a forte saída de capital, o Banco Central deveria elevar ainda mais as taxas de juros, tornando os títulos mais atrativos. No entanto, o aumento da taxa de juros prejudicaria ainda mais a situação fiscal, na medida em que o custo da dívida seria ainda maior. Em suma, a crise era cambial, fiscal e bancária ao mesmo tempo.

O clima era de muita incerteza em relação ao futuro da economia, a sustentabilidade do câmbio fixo e a questão fiscal. Visando manter a taxa de câmbio e atenuar os efeitos da saída de capital do país, o Banco Central atuava por meio da venda de suas reservas internacionais. Podemos ver no gráfico 19 que em agosto de 1998 o nível das reservas era praticamente metade daquele observado em junho de 1997 e continuavam em trajetória de queda.

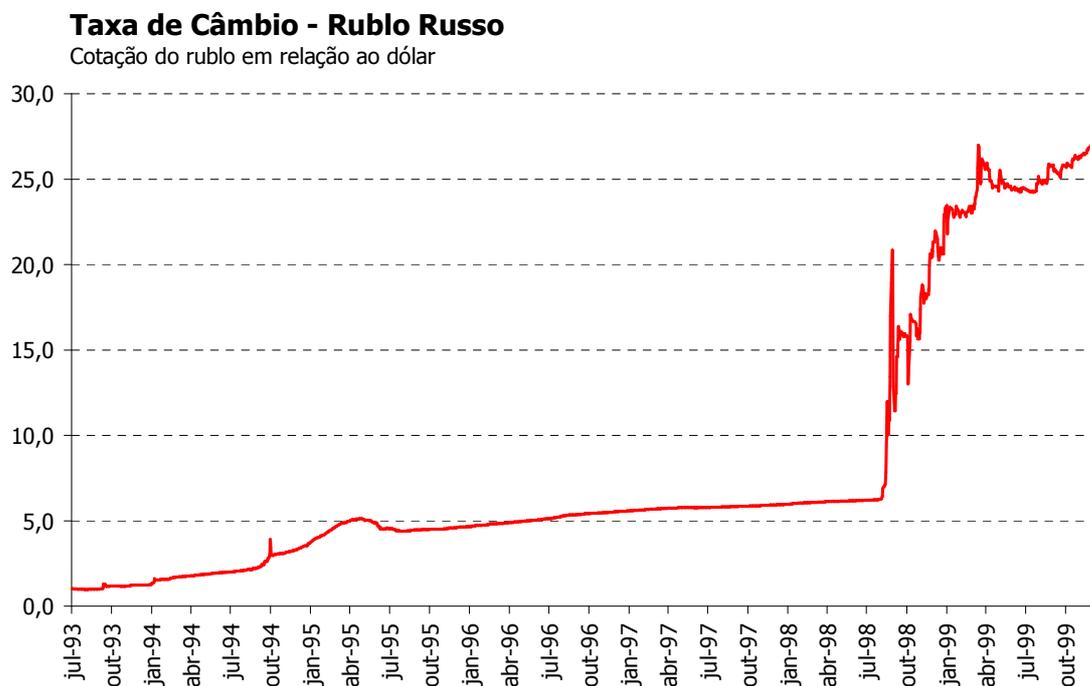
Gráfico 19:



Fonte: CEIC Data Manager.

Para piorar a situação, o contexto político também era bastante frágil. Segundo Chiodo e Owyang (*Chiodo & Owyang 2002*) em março de 1998, por exemplo, o presidente Yeltsin demitiu toda sua equipe, inclusive o então Primeiro Ministro, Chernomyrdin. Além disso, os investidores ficaram ainda mais preocupados quando o Primeiro Ministro russo, Sergey Kiriyenko, se recusou a participar de uma reunião com Lawrence Summers (na época trabalhava como Secretário-adjunto do Tesouro Americano) enquanto este esteve na Rússia, dando sinais de instabilidade na relação entre os dois países. Assim, com a persistente deterioração nas expectativas, a preocupação em relação à questão cambial e fiscal persistia. Portanto, em julho de 1998, após um longo período de negociação, o FMI aprova um pacote de US\$ 11,2 bilhões de ajuda à Rússia, dos quais US\$ 4,8 bilhões seriam desembolsados imediatamente. No entanto, a saída de capital não cessava. Além disso, no dia 13 de agosto de 1998, George Soros avaliou que o rublo deveria se desvalorizar entre 15% e 25%, o que colocou ainda mais pressão sobre a moeda e as autoridades. Enfim, no dia 17 de agosto o governo decidiu deixar a taxa de câmbio flutuar e anunciou moratória por noventa dias.

Gráfico 20:



Fonte: Bloomberg.

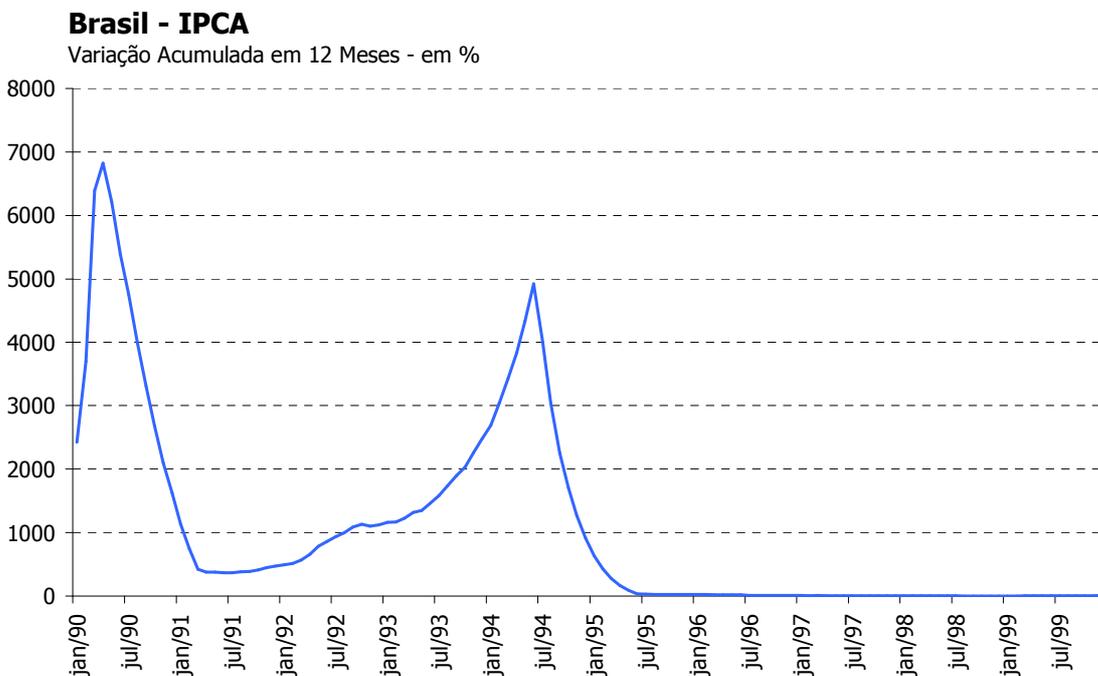
Portanto, podemos dizer que a crise da Rússia pode ser explicada por diversos fatores. Primeiramente, é necessário enfatizar a complexidade política e econômica durante todo o período por conta de uma mudança estrutural no país. Além disso, o contágio teve papel fundamental durante o desenrolar da crise, através da deterioração das expectativas dos investidores por conta da crise da Ásia e a conseqüente queda no preço do petróleo. Por fim, as questões bancárias, fiscais e cambiais, extremamente interligadas durante a crise, que ajudaram na propagação do ambiente inóspito para os investimentos estrangeiros.

7 – Caso do Brasil

A crise cambial brasileira que culminou em 1999, foi um dos maiores exemplos do papel do contágio na propagação de crises durante a década de 1990. O país sofreu demasiadamente os efeitos das crises do México, dos países asiáticos e da Rússia.

Durante a década de 1990, o Brasil passou por diversas reformas estruturais no que tange à política econômica. O fantasma da hiperinflação vivida no começo da década só foi afastado após uma série de medidas adotadas pela equipe econômica do governo, que se baseava em uma âncora fiscal, a indexação da economia através da URV (unidade real de valor) e a adoção da URV como a nova moeda da economia, que se denominaria “real”. Este conjunto de medidas que visavam o combate à inflação, caracterizado como Plano Real, sucedeu diversos outros planos que já estavam sendo implementados desde a década de 1980, mas não haviam sido bem-sucedidos, como por exemplo: o Plano Cruzado, Bresser, Verão, Collor 1 e Collor 2. Como podemos observar, apenas em 1994, com a implementação do Plano Real, o índice de preços ao consumidor amplo começou a apresentar números mais baixos de inflação.

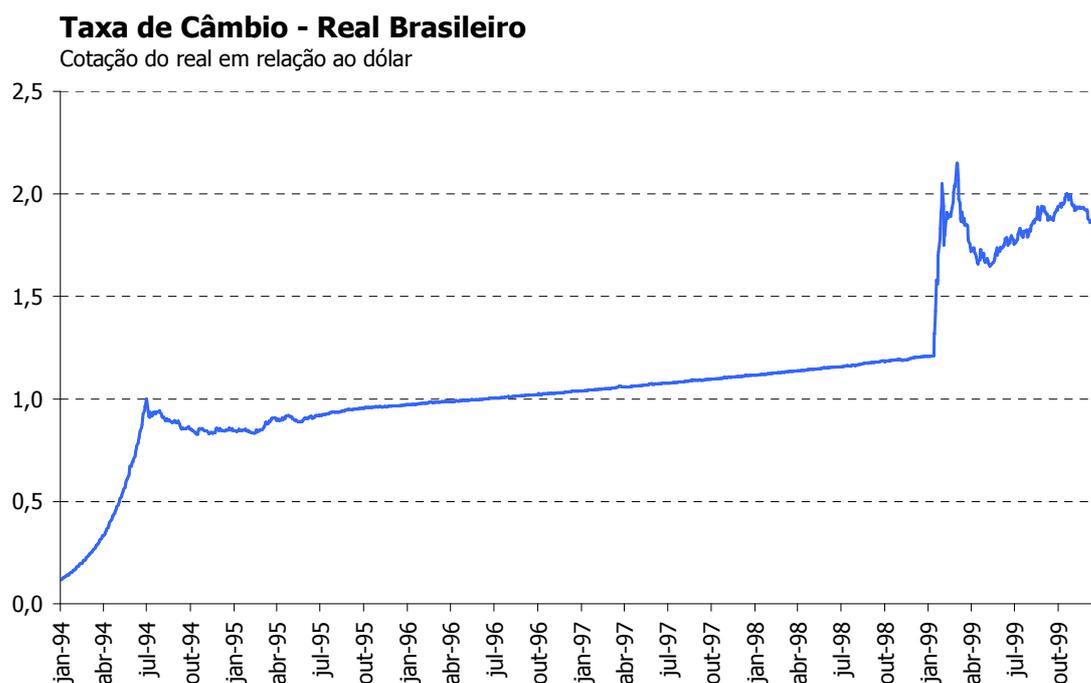
Gráfico 21:



Fonte: IBGE.

Portanto, foi no contexto de acabar com a hiperinflação no país que a nova moeda, o real, foi criada. Assim, logo após a implementação da nova moeda, o Brasil passou por um breve período de flutuação cambial, de junho de 1994 até março de 1995. A partir desta data o regime de câmbio fixo passou a vigorar no país até o colapso em janeiro de 1999. O regime de câmbio fixo no Brasil era, mais precisamente, um *crawling peg* em que a taxa de câmbio em relação ao dólar flutuava dentro de uma banda pré-estabelecida pelas autoridades monetárias, podendo sofrer mudanças nesta banda visando desvalorizações na moeda, como de fato ocorreu durante este período.

Gráfico 22:

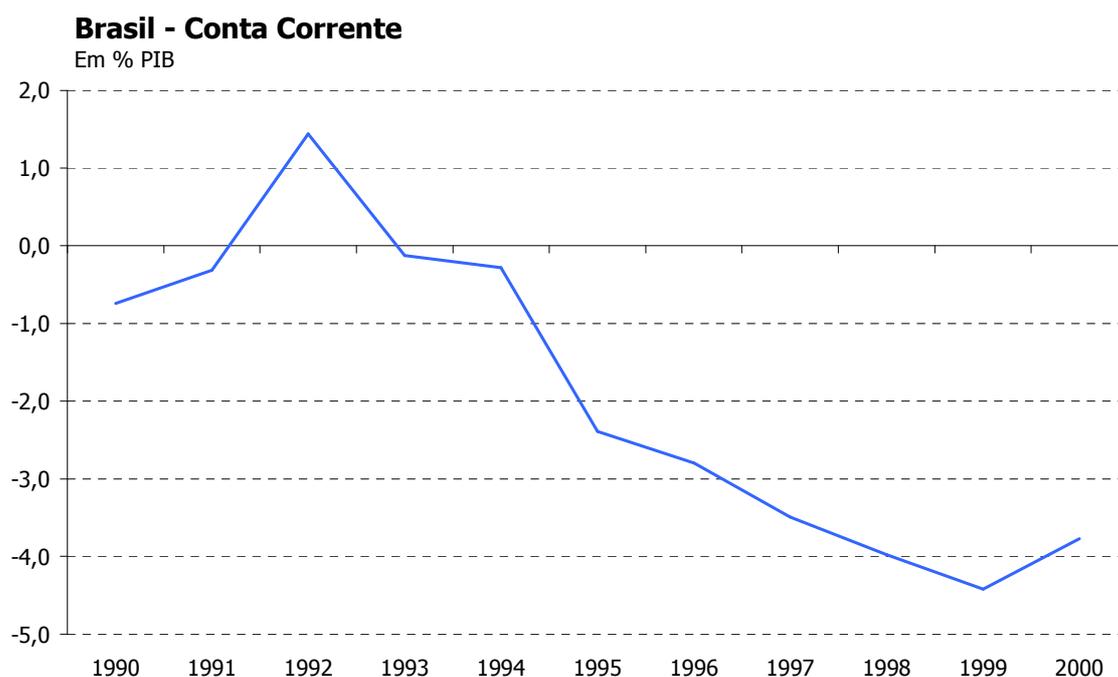


Fonte: Bloomberg.

Assim, como observamos em outras crises na década de 1990 e relatado por Pastore e Pinotti (*Pastore & Pinotti 2000*), a combinação do câmbio fixo, elevadas taxas de juros, forte ingresso de capitais que não podiam ser totalmente esterilizados em operações de mercado aberto afetando a oferta monetária, geravam aumento dos preços internos acima

dos preços externos, e portanto, valorização do câmbio real. Com isso, a situação da conta corrente se deteriorava ao longo dos anos desde a implementação do real até o colapso do regime do câmbio fixo, como observamos no gráfico 23:

Gráfico 23:



Fonte: Fundo Monetário Internacional.

Além da questão do déficit em conta corrente, a situação fiscal do país também era muito preocupante. A dívida pública se elevava gradativamente por conta das altas taxas de juros e dos constantes déficits primários. Portanto, este contexto de valorização do câmbio real gerando deterioração na conta corrente e piora na situação fiscal, deixava o país extremamente dependente do fluxo de capital estrangeiro para financiar tais desequilíbrios internos. No entanto, como temos observado, a década de 1990 foi caracterizada por ter sido um período de muita instabilidade econômica e volatilidade dos fluxos de capitais.

As crises cambiais que antecederam a crise brasileira tiveram impacto extremamente relevante na economia do país, na medida em que interrompeu o fluxo de capital estrangeiro. Assim, tanto as reservas internacionais, quanto as taxas de juros

domésticas foram instrumentos muito utilizados para conter a pressão por desvalorização do real.

Podemos observar no gráfico 24 o reflexo das crises do México, entre 1994 e 1995, do sudeste asiático, em 1997, e da Rússia, em 1998, sendo esta última a mais relevante para as reservas internacionais.

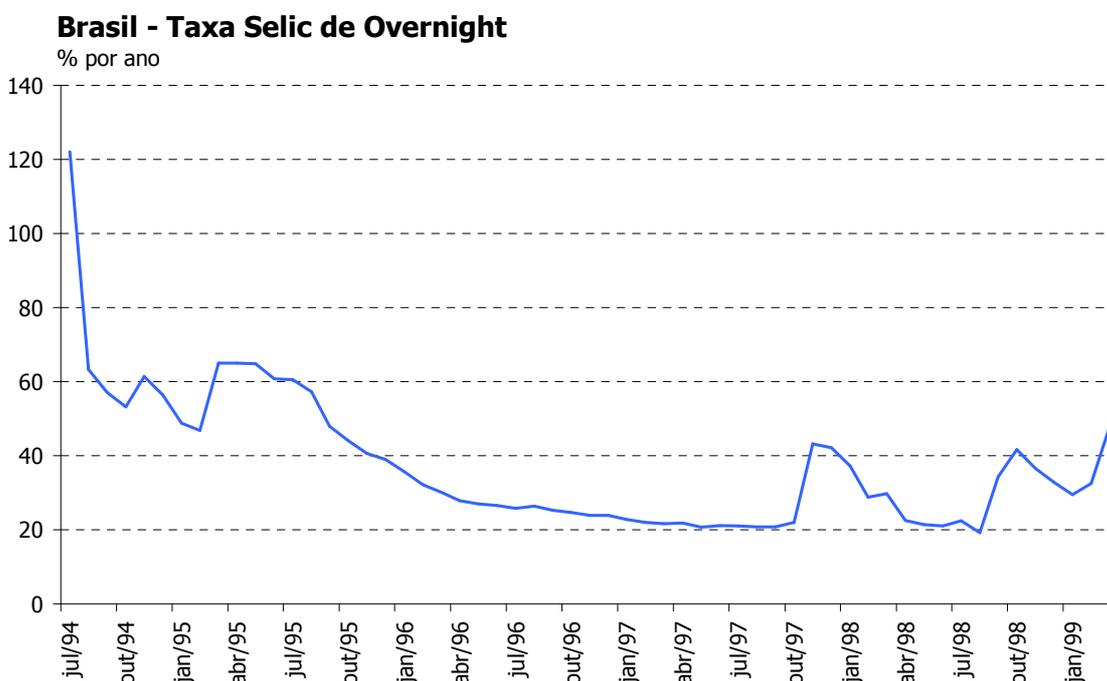
Gráfico 24:



Fonte: CEIC Data Manager.

Do mesmo modo, as taxas de juros também foram utilizadas visando conter o fluxo de saída de capitais e atenuar a pressão por desvalorização cambial durante as crises do México, dos países do Sudeste Asiático e da Rússia.

Gráfico 25:



Fonte: PASTORE & PINOTTI, Janeiro – Março 2000.

Além disso, desde a crise mexicana o Brasil passou por vários acontecimentos econômicos internos. A banda cambial foi alterada em junho de 1995, para R\$ 0,91 a R\$ 0,99. A situação de alguns bancos domésticos haviam se deteriorado, fazendo com que o Banco Central tivesse que intervir, como por exemplo o caso do Banco Econômico e o Banco Nacional. Enquanto isso, a banda cambial continuava sendo modificada, para R\$ 0,97 a R\$ 1,06 em junho de 1996, depois para R\$ 1,05 a R\$ 1,14 em fevereiro de 1997, e finalmente para R\$ 1,12 a R\$ 1,22 em janeiro de 1998. Até então, o governo evitava a súbita desvalorização cambial, lembrando que o contexto político era da reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso. No entanto, no início do segundo mandato a situação se deteriorou. O governador de Minas Gerais, Itamar Franco, anunciou moratória agravando a situação fiscal do país. A pressão por desvalorização cambial se tornou ainda maior, e neste período estava sendo negociado um acordo com o FMI, em que era necessário que o país mantivesse a política cambial e fizesse um ajuste fiscal. Assim, em janeiro de 1999, o Banco Central tentou flutuar o câmbio de forma ordenada com a implementação do sistema de variação diagonal endógena da banda cambial, pelo seu novo

presidente, Francisco Lopes. O sistema não foi bem-sucedido, a pressão cambial persistiu, acarretando em excessivas perdas de reservas internacionais e, finalmente, na flutuação do câmbio.

Portanto, o colapso do regime de câmbio fixo no Brasil em janeiro de 1999, foi consequência de uma série de fatores. A situação macroeconômica do país deixava o regime muito dependente do fluxo de capitais, já que o déficit em conta corrente se deteriorava ao longo do tempo, além disso, a situação fiscal era extremamente preocupante, o que tornava menos atrativo a entrada de capitais. Outras questões como a situação política, que envolvia a reeleição do então presidente, e até mesmo o fato do real ser uma moeda relativamente recente, o que prejudicava a credibilidade da moeda e do regime cambial. E por fim, o cenário externo que foi determinante durante todo o período, por conta das crises que antecederam a crise cambial brasileira e tiveram impactos extremamente relevantes nas variáveis domésticas.

8 – Conclusão

Como podemos perceber o período em estudo foi marcado por diversos casos de crises cambiais. Cada um dos episódios possui o seu contexto histórico e econômico particular, o que é fundamental para a compreensão dos acontecimentos que levaram à mudança do regime cambial nesses países. Analisando cada caso, é possível encontrar diversas semelhanças e disparidades ao mesmo tempo. Como foi dito na introdução deste trabalho, todas as crises resultaram em abandono do regime de câmbio fixo, no entanto, as causas nem sempre foram exatamente as mesmas.

O fim do Sistema Monetário Europeu (SME) contrasta com as outras crises da década por ter envolvido uma quantidade significativa de países diferentes. O sistema buscava, inclusive a união monetária na região. No entanto, os acontecimentos políticos do fim da década de 1980 e início de 1990 foram preponderantes no fracasso do sistema. Na medida em que as diferentes reações econômicas de cada país não poderiam ser tratadas com as mesmas políticas econômicas, o sistema afetou demasiadamente alguns países (a observação mais evidente era a elevada taxa de desemprego da Inglaterra) que sofreram fortes ataques especulativos e abandonaram o regime.

Os outros episódios do período envolveram países em desenvolvimento, como o México, os países do Sudeste Asiático, a Rússia e o Brasil, e portanto, tiveram mais semelhanças entre si. Em todos os casos, por exemplo, a situação fiscal se tornou bastante preocupante durante a crise. Em grande parte isto se deveu, com exceção da Rússia, à necessidade do financiamento dos crescentes déficits em conta corrente, gerados pela apreciação real do câmbio. No caso da Rússia, apesar do superávit em conta corrente advindo das exportações de petróleo, a economia do país também era extremamente dependente do investimento estrangeiro, já que a sua situação fiscal interna era extremamente delicada, com problemas na arrecadação dos impostos.

A questão política também foi determinante em diversos momentos durante as crises cambiais do período. O México sofreu a maior tensão dentre todos os países no âmbito político, com o assassinato de um importante líder político e do candidato à presidência do país. Outro caso de tensão política ocorreu na Rússia. O país sofreu demasiadamente com a transição para uma economia de mercado. Além disso, em um

determinado episódio o então presidente Yeltsin demitiu todo seu gabinete. E no Brasil, o contexto era de candidatura à reeleição do então presidente Fernando Henrique Cardoso. A importância do contexto político na sustentação de um regime de câmbio fixo está atrelada à necessidade de financiamento externo, e portanto, na necessidade de se reduzir as incertezas políticas visando criar um ambiente confiável para investimentos.

O investimento estrangeiro foi uma variável comum em todos os episódios de crises cambiais. Assim como eram fundamentais para financiar os freqüentes déficits em conta corrente e fiscal, também tiveram sua importância nos ataques especulativos que muitas vezes culminaram no abandono do regime de câmbio fixo. Ou seja, a rapidez e volatilidade com que os fluxos de capitais transitavam na economia dos países, de certa forma, transparecia a situação macroeconômica e política de cada país.

Além da situação macroeconômica que muitas vezes se assemelhou em algumas crises, observamos alguns aspectos que foram particulares em cada episódio. No México, por exemplo, a emissão de *Tesobonos* foi um dos primeiros passos para o colapso do regime cambial. Nos países do Sudeste Asiático a importância do sistema bancário nas transações de dívida externa dos países teve papel fundamental durante a crise, na medida em que comprometeu todo o sistema financeiro após as desvalorizações cambiais. Mais especificamente na Coreia do Sul, os *chaebols* contribuíram ainda mais para a já delicada situação bancária do país.

Portanto, é possível extrair ensinamentos muito importantes com os acontecimentos ocorridos durante a década de 1990. Para que se mantenha um regime de câmbio fixo, é necessário que as variáveis macroeconômicas estejam bem equilibradas. No caso de uma inflação elevada, a apreciação da taxa de câmbio real irá fazer com que a conta corrente se deteriore, em muitos casos alcançando déficits extremamente elevados. Assim, seria preciso quantidades significativas de fluxo de capitais para financiar este déficit. Além disso, é necessário que a situação fiscal do país seja sólida para que a economia possa atrair investimentos e financiar este déficit. Em uma economia com o câmbio fixo, qualquer choque externo terá sempre efeito direto sobre o nível de atividade, na medida em que o câmbio não poderá atenuar este choque. No caso do câmbio flutuante, choques externos são freqüentemente refletidos na variação da taxa de câmbio, fazendo com que o efeito não seja transmitido diretamente para a economia.

9 - Referências Bibliográficas

BLANCHARD, O. Macroeconomia. Ed. Pearson. 2007, 4ª edição.

CHIODO, Abigail J.; OWYANG, Michael T. A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. November / December 2002.

CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. What caused the Asian currency and financial crisis? Part 1: A macroeconomic overview. December 1998.

EDWARDS, Sebastian; SAVASTANO, Miguel A. The morning after: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis. April 1998.

EICHENGREEN, Barry. Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. July 1998.

IMF World Economic Outlook, “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”. January 1998.

PASTORE, Affonso Celso; PINOTTI, Maria Cristina. Globalização, Fluxo de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil. Janeiro-Março 2000.

SIMONETTI, Eliana. “O furacão vermelho”. Revista Veja 26 de agosto de 1998.

ROUBINI, Nouriel. Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Markets. August 2004.

The Economist, “The next Russian bail-out”. August 13th 1998.