

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PROJETO DE MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CÂMBIO: Desvalorização, Crise Financeira e Aspectos Brasileiros

Maria Laura do Carmo Muanis
Matrícula 9714148-9

Orientador: Ilan Goldfajn

Junho de 2000

“ 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 exclusividade do autor.”

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| INTRODUÇÃO..... | 4 |
| Capítulo I: DESVALORIZAÇÃO EM DEMAIS PAÍSES – Uma visão geral...6 | |
| 1.1 Introdução..... | 6 |
| 1.2 Tailândia..... | 7 |
| 1.3 Indonésia..... | 12 |
| 1.4 Coréia..... | 15 |
| 1.5 Chile..... | 18 |
| 1.6 México..... | 19 |
| 1.7 México 1994..... | 22 |
| 1.8 Ásia e México..... | 23 |
| Capítulo II: CRISE ASIÁTICA – Uma visão econométrica..... | 27 |
| 2.1 Como utilizar o panel data..... | 27 |
| 2.2 A crise na Ásia..... | 29 |
| 2.3 Juros e Câmbio..... | 36 |
| Capítulo III: O CASO BRASILEIRO | 41 |
| CONCLUSÃO..... | 52 |
| BIBLIOGRAFIA..... | 55 |

INTRODUÇÃO

A desvalorização ocorrida em meados de janeiro de 1999 suscitou curiosidades não só ao estudante de economia como a sociedade de uma forma geral.. Tentar entender o que aconteceu na economia parece tarefa não muito fácil mas bastante interessante. Foram com esses olhos que decidi estudar sobre a desvalorização brasileira.

No entanto ela não foi um choque esparsos no meio do nada, existiram crises anteriores que nos fazem assemelhar a ela, foi por isso que antes do caso brasileiro há uma análise sobre demais crises principalmente a asiática ocorrida em 1997. Outras crises também de grande importância foram incluídas como a do México, tanto de 1982 como 1994 e a crise do Chile em 1982, e todas essas crises tiveram em comum a desvalorização de suas moedas. Mas no entanto, as crises têm suas peculiaridades, a crise asiática por exemplo foi um crise bancária, e no capítulo 2 mostraremos uma explicação econométrica para ela. O capítulo 3 se encarregará de estudar o caso brasileiro de janeiro de 1999.

A economia está cada dia mais globalizada e interligada, a crise asiática mostrou isso claramente, o contágio da crise e a velocidade de dispersão foram cruciais para a ocorrência de crise nos demais países. O mundo de hoje está cada vez mais unido e ao afetar um país, a crise provavelmente levará a conseqüências em outros lugares, afinal a guerra fria acabou, o comunismo foi “derrotado” e o que nos restou foram blocos econômicos lutando por mais força e mercados.

A União Européia solidificou essa tendência a partir do momento que ela se concretizou , outros blocos estão para se unir ou já estão se unindo, e ao mesmo

tempo que isto fortalece cada país a medida que ele está acompanhado, ele fica mais suscetível a efeitos dos outros países. No futuro, Bancos Centrais serão excluídos dando lugar a um único órgão de comando em comum e diferenças regionais tendem a diminuir. Acabamos de ver a União das Coréias, um dos poucos resistentes do socialismo que chegou nas portas do século 21 com uma estrutura fraca, precária e incapaz de competir com demais países.

Brasil, México, Chile, Tailândia, Malásia, todos esses países são países em desenvolvimento e isto faz com que eles sejam vistos com outros olhos por parte da comunidade internacional. Sua avaliação de risco assim como sua posição na economia internacional não é a mesma do que a de um país já desenvolvido. Países em desenvolvimento precisam mostrar-se ao mundo e tentar alcançar os indicadores econômicos dos demais. Na própria crise asiática pôde se notar como ela afetou os demais países em desenvolvimento, o nível de investimentos estrangeiros não depende só da atratividade do país mas também da conjuntura internacional como um todo. A crise da Rússia, da Ásia afetaram outros países, seus efeitos repercutiram no nível de investimento no Brasil e em tantas outras economias em desenvolvimento.

O mundo está em constante mutação, os agentes econômicos agem levados pela sua expectativa mas sempre haverá algo para surpreende-las: crises, guerras, uniões, separações e cabe a nós tentar entender os eventos passados para quem sabe solucionar os problema futuros.

Capítulo I: DESVALORIZAÇÃO

1.1 INTRODUÇÃO

Malásia, Coréia, Indonésia, México...

Todos esses países que sofreram desvalorizações de suas moedas, cada qual com suas peculiaridades tiveram em comum o auxílio do FMI.(Fundo Monetário Internacional) Uma ajuda tanto técnica quanto financeira com o pressuposto de minimizar os efeitos da crise quando esta estava em curso e de evitá-la caso ela parecesse iminente.

O Fundo foi criado em 1944, na Conferência de Bretton Woods com o intuito de promover a cooperação interna, a estabilidade cambial, manter o nível de emprego e e evitar grandes desequilíbrios entre moedas que possa atrapalhar a competitividade entre países. Dessa forma o Fundo dispõe de recursos para corrigir desajustamentos nos balanços de pagamento dos países, ele é uma organização internacional composta por 182 países membros.

A princípio o câmbio fixo deveria promover estabilidade cambial mas, com a incompatibilidade das taxas fixas, a imobilidade de capital e com as políticas de objetivo doméstico, essa função perdeu sua viabilidade. Países grandes como EUA e Japão podem se dar ao luxo de taxas de câmbio flutuante numa escala razoavelmente grande mas países pequenos, que dependem de outras economias ou fixam suas taxas de acordo com a de outro país ou mesmo ajusta sua política macroeconômica de forma a acompanhar o câmbio, se tornam suscetíveis à oscilações cambiais dos outros países .

A crise asiática trouxe esse medo da desestabilização de outros países com a desvalorização de uma moeda, já que as economias tinham grande ligação entre si e um superávit na conta corrente de um país influenciaria certamente a economia vizinha.

Depois de anos de prosperidade e excelente performance econômica, veio a crise na Ásia. O crescimento anual do PIB rodeava os 8%, nas últimas três décadas e a renda per capita havia aumentado 10 vezes na Coreia, cinco vezes na Tailândia e quatro na Malásia. Até a crise, a Ásia atraía quase que metade do fluxo de capital dos países desenvolvidos, o equivalente a US\$ 100 bilhões no ano de 1996. Analisaremos caso a caso:

O primeiro sinal de superaquecimento evidente na Tailândia foram déficits externos enormes e bolhas de prosperidade no mercado de ações; o câmbio fixo já estava sendo mantido por muito tempo encorajando muitos empréstimos externos (o que significa exposição excessiva aos riscos e à crise cambial e além disso a deterioração da qualidade dos empréstimos bancários. O fraco crescimento dos países europeus assim como o Japão aumentavam a atratividade dessas economias emergentes.

Agora nos deteremos um pouco nas economias emergentes de modo a saber um pouco do que se passou em cada um desses países que sofreram desvalorizações de suas moedas

1.2 TAILÂNDIA

A Tailândia foi um país no qual a crise foi, de certa forma, prevista. A

vulnerabilidade da economia estava mascarada pelo rápido crescimento e pela fraqueza do dólar, moeda a qual o bath estava atrelado(fixado). Em 1996 começou uma certa confluência em choques doméstico e externos. A moeda tailandesa flutuou em 2 de Julho de 1997 e durante os 18 meses seguintes não havia nada que escondesse os problemas econômicos. Houve uma tentativa fracassada do Banco Central para defender a moeda mas a crise foi inevitável e com ela o contágio foi consequência da racionalidade do mercado. A Tailândia estava com a taxa apreciada, suas contas fiscais deterioradas e o setor financeiro mostrava crescentes dificuldades. A moeda tailandesa depreciou em 20% com relação ao dólar de Julho.

Depois da Tailândia, o mercado parou para prestar atenção nos problemas da Indonésia, Coréia, dentre outros vizinhos, e viram problemas similares inclusive no sistema financeiro como um todo. Os próprios residentes, temerosos, quiseram se proteger (hedge) o que intensificou ainda mais a pressão no câmbio. O grau de depreciação do bath excedeu qualquer estimativa razoável que pudesse ser feita para corrigir a sua sobrevalorização, da rupiah (Indonésia) e do won (Coréia), o que mostrou uma super-reação do mercado. Esses três países enfrentaram inúmeros problemas tais como a perda de credibilidade, a depreciação de suas moedas, a fragilidade do sistema financeiro, o excesso de empréstimos “hedgeados” pelo setor privado e a falta de transparência nas linhas entre governo, mercado e bancos. Mas certamente haviam diferenças entre esses países como o tamanho do déficit em conta corrente e o estágio em que a crise se encontrava no momento da ajuda do Fundo Monetário Internacional. O Fundo se aproximou da Tailândia e Coréia quando o nível de suas reservas já estava baixo e a da rupiah quando esta estava depreciada, então a primeira providência deveria ser restabelecer a credibilidade de suas

moedas. E, para tanto, países deveriam mostrar atratividade das suas moedas. Uma forma de atrair capital estrangeiro através da elevação dos juros, mesmo que isso significasse uma complicação ao setor bancário e empresarial e, à medida que a credibilidade vai se restabelecendo há então uma diminuição gradual dos juros. Na Tailândia o Fundo aprovou o acordo em 20 de agosto de 1997, com o objetivo de trazer de volta a confiança, reduzir o déficit em conta corrente e melhorar o nível de reservas assim como limitar o aumento inflacionário e diminuir a queda do produto.

Uma forma pela qual a crise tailandesa se alastrou foi devido ao enorme superávit em conta corrente que ela causou, prejudicando a competitividade de outros países que incorreram em déficits. Países deveriam se comportar de forma que o orçamento pudesse reestruturar financeiramente e diminuir o déficit no balanço de pagamento (caso o país tivesse déficit). A Tailândia apresentava um enorme déficit como proporção do PIB e por isso a grande importância do ajuste fiscal nesse país, que foi da ordem de 3% enquanto o da Coreia foi de 1,5% e da Indonésia de 1% do PIB.

O programa de reestruturação não foi de ajustes macroeconômicos como se costuma esperar e sim de reformas estruturais, principalmente no sistema financeiro. As instituições financeiras eram fracas, a regulamentação bancária era inadequada e faltava transparência nas relações entre governo, empresas e bancos.

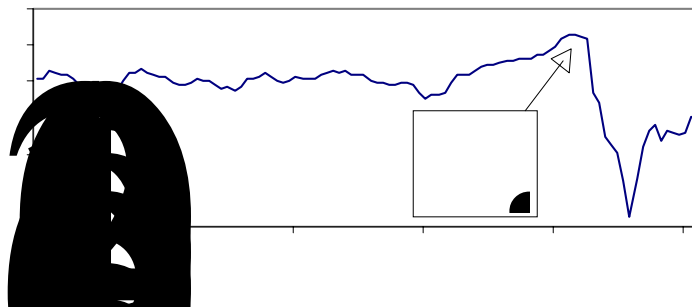
Com a crise, investidores tiveram perdas de até $\frac{3}{4}$ do valor de seus investimentos. Muitas firmas decretaram falência e com elas levaram emprestadores domésticos e estrangeiros. O mercado interbancário ainda pôde se proteger um pouco pelo fato de conseguirem rolar sua dívida.

O estopim da Crise Asiática ocorreu na Tailândia. Como já mencionado, grandes déficits em conta corrente e a insistência em manter o câmbio fixo em

relação ao dólar foram elementos cruciais no estouro da crise. O déficit em conta corrente era muito grande desde início da década de 1990, o que mostra a quantidade de capital externo que a Tailândia deveria atrair ao longo do ano. A queda do valor da moeda foi consequência do déficit quando se percebeu que credores e investidores não seriam capazes de pagar suas dívidas. A economia Tailandesa tinha superávit em suas contas fiscais, o que lhe dava certa credibilidade, e uma elevada taxa de poupança, e o que atraía tanto capital eram juros internos altos e a paridade fixa entre o bath e o dólar (25 bath/dólar). O câmbio parecia insustentável nesse patamar e portanto, havia pressão para desvalorizar, o que foi acentuado em 96/97 quando a moeda japonesa, o Yen, declinou 35% em relação à moeda americana. Pelo fato do Japão ser o maior parceiro comercial da Tailândia, o aumento do dólar em relação ao Yen exercia influência direta no bath, fazendo com que produtos tailandeses ficassem mais caros e menos competitivos apontando para déficits futuros maiores. Especuladores percebendo a situação começaram a vender bath, o governo tentando remediar comprou, às escuras, para tentar sustentar seu preço mas não obteve muito sucesso. Entra em cena agora o FMI com um plano de ajuda financeira. O FMI aprovou em 20 de agosto de 1997 um acordo Stand-By no valor de \$4 bilhões, o Banco Mundial e Banco de Desenvolvimento da Ásia ajudaram com \$2.7 bilhões e Japão com \$10 bilhões. A ajuda visava restabelecer a confiança, trazendo redução no déficit em conta corrente, reconstituir as reservas e limitar o aumento inflacionário.

No caso da Tailândia, pode-se ver pela tabela a seguir, os efeitos da crise sobre as principais variáveis macroeconômicas. A taxa de câmbio sofreu uma desvalorização de até 60,45% no ano de 1997. Os juros nominais foram elevados de

forma significativa, alcançaram 20,6% na tentativa não só de incentivar a entrada de capitais estrangeiros como principalmente a manutenção dos que já estavam lá. Pode-se notar o repasse da desvalorização aos preços se observarmos os níveis inflacionários medidos tanto pelo índice de preço ao consumidor como ao produtor, o repasse aos bens comercializáveis foi maior durante o ano de 1997, mas se formos analisar no geral, por fim a variação não pareceu muito diferente. O gráfico abaixo ilustra a trajetória do câmbio na Tailândia.



A queda do nível de reservas durante os semestres de 1997, denotam claramente uma resposta a crise. As reservas chegaram a atingir o patamar de US\$ 37 bilhões e em fins de 1997 já estavam por volta de US\$ 26.

Os dados nos permitem ter uma boa visualização da crise em aspectos macroeconômicos. A desvalorização da moeda provoca não só reações externas como afetam primordialmente o próprio país. A insegurança do ambiente faz com que seja necessária uma elevação das taxas de juros, as reservas decaem mostrando a incerteza do mercado e as retiradas e fuga da moeda local. A inflação parece inevitável já que com a desvalorização os produtos locais ficam competitivos e produtos importados mais caros, incentivando o aumento de preço interno.

| Ano | Taxa de câmbio (oficial) | Desvalorização anual | Reservas totais menos ouro (US\$ milhões) | Juros – Taxa de mercado (% aa.) | Índice de Preço ao Atacado (1995 = 100) | Índice de Preço ao Consumidor (1995 = 100) |
|--------|--------------------------|----------------------|---|---------------------------------|---|--|
| 1994 | 25,2 | -- | 29.332,0 | 7,3 | 92 | 95 |
| 1995 | 24,9 | -0,93% | 35.982,0 | 11,0 | 100 | 100 |
| 1996 | 25,3 | 1,72% | 37.731,0 | 9,2 | 105 | 106 |
| 1997 I | 25,9 | -- | 37.074,0 | 11,3 | 105 | 109 |
| II | 25,9 | -- | 31.361,0 | 12,0 | 105 | 110 |
| III | 33,0 | -- | 28.622,0 | 19,3 | 110 | 113 |
| IV | 40,7 | 60,45% | 26.179,0 | 15,7 | 116 | 116 |
| 1998 I | 47,1 | -- | 26.893,0 | 20,6 | 125 | 118 |
| II | 40,3 | -- | 25.785,0 | 18,0 | 125 | 121 |
| III | 41,1 | -- | 26.578,0 | 9,5 | 125 | 122 |
| IV | 37,0 | -9,12% | 51.974,5 | 3,8 | 120 | 122 |

O colapso da Tailândia se alastrou para Indonésia, Malásia, Filipinas, e cada um desses países foi forçado a abandonar sua paridade fixa e deixar com que o mercado determinasse o valor de suas moedas.

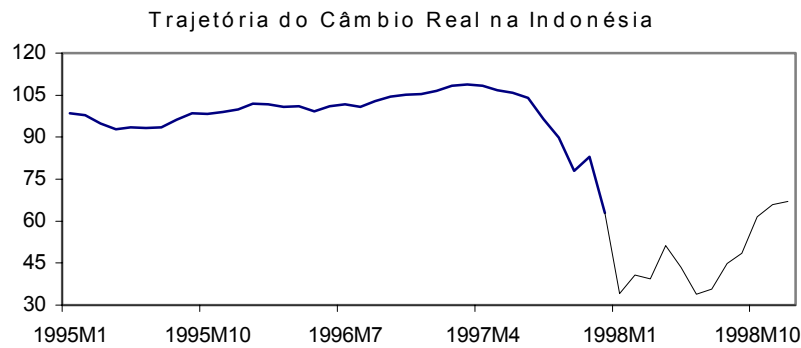
1.3 INDONÉSIA

Na Indonésia, logo após a flutuação do bath em julho de 1997 a rupiah sofreu pressões. O FMI também prestou ajuda técnica e financeira e em troca pelo pacote de US\$ 18 bilhões, US\$10 bilhões proveniente do FMI e US\$ 8 bilhões do Banco Mundial (o que representava 2,5% do PIB, aproximadamente) o país deveria entrar numa grande reforma que abrangia desde mudanças no preço da gasolina até a eliminação da corrupção e o encurtamento dos privilégios que enriqueciam famílias importantes. Indicadores macroeconômicos da Indonésia estavam em melhor situação do que na Tailândia, o déficit em conta corrente era menor, o crescimento das exportações foi de certa forma mantido e as contas fiscais continuaram a registrar superávites, no entanto, a dívida externa Indonésia cresce rapidamente, principalmente a de curto prazo do setor privado, e o setor financeiro mostra suas

fraquezas. Em 14 de Agosto de 1997, a rupiah flutuou, se depreciando fortemente mas mostrando recuperação devido as medidas de contração da liquidez e da deterioração das contas fiscais. Mas logo após a moeda voltou a se depreciar acumulando uma depreciação por volta de 30% durante os 12 primeiros meses. O acordo com o fundo foi aprovado em 05 de novembro de 1997.

| Indonésia | | (US\$ milhões) | | | | |
|-----------|-----|---------------------------------|-------------------------|----------------------|-------------|-------------|
| Ano | | Taxa de câmbio (market rate) | Desvalorização anual | Balança comercial | Exportações | Importações |
| 1994 | | 2.160,8 | -- | 7901 | 40223 | -32322 |
| 1995 | | 2.248,6 | 4,06% | 6533 | 47454 | -40921 |
| 1996 | | 2.342,3 | 4,17% | 5948 | 50188 | -44240 |
| 1997 | I | 2.403,3 | -- | 1438 | 12963 | -11525 |
| | II | 2.437,2 | -- | 3482 | 14737 | -11255 |
| | III | 2.791,3 | -- | 2176 | 14364 | -12183 |
| | IV | 2.909,4 | 24,21% | 2979 | 14234 | -11255 |
| 1998 | I | 9.433,4 | -- | 1047 | 12827 | -8006 |
| | II | 10.460,8 | -- | 1008 | 13193 | -8222 |
| | III | 12.252,1 | -- | 1244 | 13466 | -8366 |
| | IV | 10.013,6 | 244,18% | 1180 | 10885 | -7348 |
| 1999 | I | 8.775,7 | -- | -- | -- | -- |
| | II | 7.921,2 | -- | -- | -- | -- |

A Indonésia, assim como a Tailândia desvalorizou sua moeda em meados de 1997. Fica fácil notar com os dados trazidos na tabela acima. A desvalorização na Indonésia atingiu níveis exorbitantes tais como 244,18% se compararmos o último período de 1998 com o mesmo período do ano anterior (utilizando a taxa money market rate e fazendo uma comparação nominal do valor que ela atingiu), o gráfico abaixo mostra a trajetória do câmbio real da Indonésia. Durante o ano de 1997 pode-se notar uma certa melhora na Balança comercial sendo responsável tanto o aumento das exportações(em menor escala) como a diminuição das importações. Os valores podem parecer mal entendidos na tabela mas vale ressaltar que a partir de 1996 os dados estão contabilizados trimestralmente



Fonte: IFS

A Indonésia, assim como a Coréia também fez um acordo com o fundo, em janeiro de 1998, que visava prolongar programas econômicos para restaurar a confiança e reverter o declínio excessivo da rupiah. O programa incluía medidas estruturais para alongar trabalho das forças de mercado, restaurar a saúde do sistema financeiro (introduzindo garantias para credores e depositantes) e fundando Agência de reestruturação de Bancos Indonésios. No começo, o plano foi um sucesso, a rupiah passou de Rp 13,00 por dólar para Rp 9,00 por dólar (em fevereiro) e as retiradas bancárias cessaram. Nem todas as reformas foram cumpridas e o governo anunciou que adotaria o currency board para rupiah em fim de fevereiro, o cabinet foi dissolvido e as atenções se voltaram para eleições presidenciais. A situação econômica continuou a se deteriorar e linhas de crédito foram cortadas pelos bancos estrangeiros dificultando obtenção de matérias primas para produção, fazendo com que até as exportações que deveriam ter aumentado, se contraíssem. Aumentou pressão inflacionaria e o efeito da depreciação começou a ser repassado aos preços, índice de preços cresceu 20% em janeiro e fevereiro, o item alimentação subiu 28%. Liquidez crescente fez com que oferta de moeda surgisse com rupiah crescendo 13% nos primeiros meses de 1998. A taxa de câmbio ficou em Rp 10,000 por dólar,

autoridades pararam de intervir permitindo que as reservas brutas se estabilizassem em US\$ 16 bilhões.

1.4 CORÉIA

Já na Coréia a situação foi diferente dos quatro países da Associação das Nações do Sudeste Asiático, principalmente pelo fato dela estar entre as maiores economias do mundo e portanto ser mais importante. Seu problema não vem da taxa sobrevalorizada nem do déficit excessivo na conta corrente. O valor do won coreano não estava fixado nos últimos anos e sim era gradualmente ajustado de forma a manter a competitividade coreana. O colapso no mercado de semicondutores (um dos mais importantes produtos exportados) fez com que o déficit saltasse de 1,7% para 2,5% do PIB. A economia coreana estava tendo boa performance, o PIB cresceu 8% por ano na década de 90, inflação menor que 3% e taxa de desemprego era menos do que 3%. A Coréia teve problema em meados de 1997 pois suas instituições financeiras e empresariais se endividaram com dívida externa de curto prazo que excediam os ativos externos.

Em Outubro, estimou-se que a dívida externa de curto prazo era de US\$ 110 bilhões, o que representava três vezes mais do que as reservas internacionais. Com investidores nervosos sobre mercados emergentes na Ásia em particular, não foi surpresa a Coréia ter sofrido ataque. A dívida coreana era uma das mais baixas dos países em desenvolvimento, de 30% do PIB, o que mostra que era um caso de iliquidez temporária e não de insolvência. O próprio déficit era pequeno e tendia a

diminuir portanto não havia necessidade de reduzir gastos governamentais , aumentar impostos ou reduzir crédito mas algo deveria ser feito de forma a cessar a perda de moeda externa e aumentar os empréstimos bancários e negócios saudáveis. Não havia incentivo a rolagem da dívida, os investidores temiam queda das reservas e desvalorização do won o que os induziu a antecipar o processo vendendo won imediatamente.

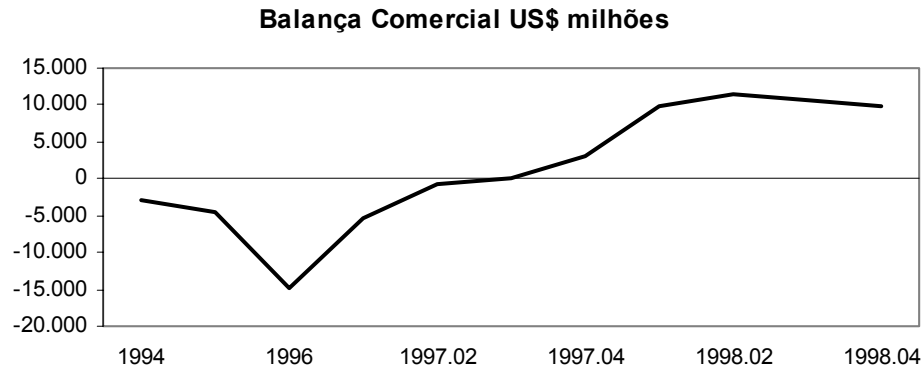
O que a Coréia precisava era reestruturar sua dívida de curto prazo, alongando a maturidade e conseguindo crédito temporário para casar com obrigações, era esse o objetivo do empréstimo do FMI, de US\$ 57 bilhões, que empresas privadas casassem suas obrigações. Em contrapartida ao empréstimo, o Fundo propunha mudanças na Coréia, o que suscitou o questionamento se a ajuda era realmente técnica ou se interferia na jurisdição do governo. A avaliação dos créditos(empréstimos e regulações do sistema financeiro em geral) foi proposta que fosse feita de acordo com os padrões ocidentais que ia de encontro ao modelo japonês, no qual o banco era guiado pelo governo na concessão de empréstimos; outro quesito foi a falta de independência do Banco da Coréia e o fato do seu objetivo não ser o da estabilidade de preços. A estrutura empresarial que era de grande conglomerados que também não era vista como ideal e a razão dívida/capital por ser extremamente alta fazia com que fosse arriscado emprestar em tais circunstâncias. A inflexibilidade do mercado de trabalho também era outro ponto cabível de mudanças segundo o fundo já que ele impedia o fluxo contínuo de trabalhadores. O exemplo coreano mostra quanto as reformas não eram necessárias para dar novamente acesso ao mercado de capitais internacionais pois muitas vezes o assunto era político ou mudança da regulação empresarial, relações

governamentais e do comércio internacional. As políticas foram de certa forma confusas para a Coreia, o aumento dos juros podia servir de chamariz à investimentos mas por outro lado elevava o risco de falências bancárias, o crédito não tinha razões para ser diminuído já que a taxa de inflação era baixa e a rolagem depende muito mais da confiança do investidor do que dos valores das taxas. Mas pelo fato do dinheiro ser entregue conforme o país provasse estar cumprindo as metas, ele não aumentava a habilidade de pagamento nem aumentava a confiança dos investidores. Tanto é que a dívida coreana foi rebaixada fazendo com que suas reservas diminuíssem em US\$ 1 bilhão por dia, depois disso, o FMI resolveu antecipar US\$ 10 bilhões para prevenir o pior.

Com a ajuda externa e a implementação do programa, as reservas subiram. Os juros começaram a cair mas o mercado financeiro ainda estava volátil. O won apreciou 14% até março de 1998 mas a demanda doméstica caiu levando a um superávit na conta corrente. Alguns problemas coreanos precisavam de solução, dentre os quais o ‘alargamento do sistema bancário’ ou seja, recapitalização de bancos e supervisão, 12 a 30 bancos foram fechados e outros tantos submeteram-se a planos de reabilitação. Foram criadas leis e instituições e obrigatoriedade de relatórios financeiros com o intuito de tornar mais transparentes, e legislação trabalhista foi revista clarificando condições para demissões.

A Coreia, assim como a Tailândia e a Indonésia sofreu uma forte desvalorização no ano de 1997, 42,2%. Houve elevação das taxas nominais de juros e o nível de reservas caiu, enquanto em fins de 1996 estava por volta de US\$ 34 bilhões chegou US\$ 20 bilhões, uma redução significativa. A melhora da Balança comercial foi clara o que nos confirma a tese de que a moeda estava

sobrevalorizada. Em fins de 1996 as importações superavam as exportações em US\$ 15 bilhões, em compensação no último trimestre de 1997 o superávit registrado foi de US\$ 3,056 bilhões. A trajetória do saldo da balança comercial pode ser vista no gráfico abaixo. A melhora foi expressiva e fundamental. Houve uma leve alteração nos juros mas nada muito significativo e os índices de preço aumentaram mas vale dizer que o efeito sobre o índice no atacado foi maior do que o repassado aos consumidores. Vale ressaltar que o problema da Coréia não era de instabilidade macroeconômica e sim de dívida de curto prazo e moderadas reservas. Preocupações sobre financeiras e quebras bancárias fizeram com que o país fosse alvo do ataque. As condições de financiamento externo se deterioraram e o won caiu bruscamente assim como as reservas.



1.5 CHILE

Os países asiáticos não foram os únicos a terem suas moedas sobrevalorizadas e incorrerem em crises que abalaram não só sua própria estrutura como outros países.

O Chile em 1982 desvalorizou sua moeda, o peso estava fixado ao dólar na taxa de 39 pesos por dólar e foi mantido nesse nível por volta de três anos. O nível inflacionário do período chegou a ultrapassar 30%, e uma forma de conter os níveis inflacionários era através da fixação do câmbio. Nesse período, de 1979 até 1982, o peso foi se apreciando e a inflação seguiu uma trajetória declinante.

A abertura militar e do comércio iniciada em 1973, assim como a apreciação do cambio foram responsáveis pela deterioração da balança comercial chilena. O déficit comercial alcançou 8,2% do PIB e o déficit em conta corrente 14,5%. Tais déficits eram financiados principalmente através das exportações de petróleo (década de 70, crise do Petróleo). A apreciação cambial era evidente, o Índice de Preços ao atacado aumentou 21% entre o primeiro trimestre de 1978 e a crise em 1982. A deterioração das contas externas juntamente com o cambio apreciado deixavam no ar apenas a dúvida de quando iria acontecer. Nos anos de 1981 e 1982 o produto da economia caiu, aumentou o desemprego, o déficit comercial assumiu valores crescentes e as reservas só caíam apesar dos juros terem sido elevados.

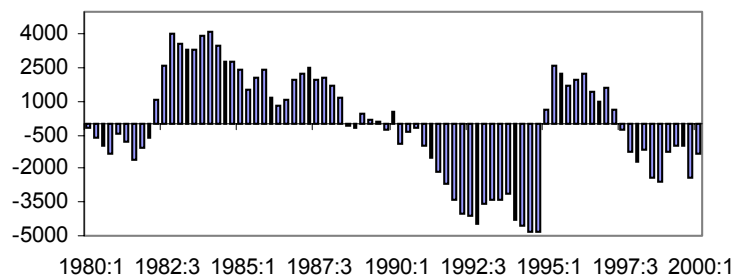
Em Junho de 1982 o Peso foi desvalorizado em 18% só que não parou por aí, o comércio externo exerceu forte influência sobre as atitudes internas. Os termos de comércio caíram e os juros internos aumentaram, a sustentabilidade do déficit foi comprometida e os juros tiveram que aumentar ainda mais. A deterioração do mercado externo tanto de bens como de capitais e o colapso do sistema bancário obrigou a um ajuste muito duro: o produto per capita caiu 15% e desemprego aumentou para quase que 30% além de ter trazido a inflação de volta.

1.6 MÉXICO

O México também tem sua história de desvalorização. Não só em 1982 como em 1994 o país estava susceptível a crises cambiais em sua moeda. Coincidência ou não ambos os anos das crises foram anos eleitorais. A crise de 1982 é notória não só por marcar a crise do México como também a moratória da década de 80. Até por volta de 1975 o câmbio era fixo com convertibilidade da sua moeda, inflação era moderada e o câmbio real estava estável. O ano eleitoral de 1976 levou a expansão dos gastos, levando automaticamente a um aumento inflacionário. O aumento do preço do Petróleo em 1970 beneficiou o México (exportador), balança comercial tornou-se favorável, a inflação continuou a crescer e o saldo em transações correntes tornou-se negativo.

Até 1975 o câmbio mexicano era fixo com convertibilidade da sua moeda, inflação era moderada e câmbio real estável. Ano eleitoral de 1976 levou a expansão dos gastos (levando automaticamente a um aumento inflacionário.) a consequência foi a dolarização e a saída de capital. O aumento do preço do petróleo em 1970 beneficiou a balança comercial mexicana (exportador), a inflação crescia ainda mais e o saldo em conta corrente tornou-se negativo. O gráfico abaixo mostra a trajetória da Balança comercial mexicana e pode-se notar tanto pós crise em 1982 como em 1994 que houve uma melhora substancial no saldo comercial mostrando o efeito da desvalorização da moeda.

Balança Comercial Mexicana



Em se tratando de ambiente externo as altas taxas de juros e a recessão mundial foram fatores que afetaram negativamente mas foram de certa forma ofuscados pelo aumento do preço do petróleo. No ambiente interno pode-se responsabilizar a crise a expansão fiscal que foi acompanhada pelo aumento do gasto privado, o crescimento do déficit orçamentário e as taxas de juros reais negativas. Em 1981 a taxa de câmbio real estava apreciada em 37%, tinha o déficit em conta corrente e problemas para financiar os gastos.

O México tinha moeda conversível mas sobrevalorizada com taxas de juros reais negativas, era natural que investidores (detentores de ativos) fossem à procura de outro lugar ou mesmo convertessem para dólar os depósitos do Sistema Bancário Mexicano (os depósitos em dólar passaram de 20 para 40% em tal período). A crise parecia eminente, sem esquecer de acrescentar o fato que era ano eleitoral o que fazia com que o governo fizesse muito pouco para estancar a crise.

Eleições, incertezas relacionadas à política econômica, populismo econômico na forma de nacionalização de bancos e controle de capitais, impossibilidade de obter empréstimos financiáveis, moratória da dívida resultante de pagamento de amortização e déficit comercial além de inflação crescente mostram um cenário nada

animador para o México, que passou de uma emprestador para um captador de recursos no mercado de capitais, com alta inflação e instabilidade da sua moeda. Default nos Mexdollars (passivos mexicanos em dólares) e expectativa de novas desvalorizações afugentaram capitais do México. A primeira desvalorização foi de 68% em fevereiro de 1982 que foi logo seguida por uma de 100% em dezembro de 1982 já com o novo governo .

1.7 MÉXICO 1994

Depois de quase uma década da moratória da dívida novamente em época eleitoral as finanças públicas mostravam-se conturbadas e a taxa de câmbio sobrevalorizada. O país já sofrera por um processo de estabilização, reestruturação e reforma que foi deixado de lado para a obtenção de resultados eleitorais.

O México em resposta ao choque da moratória da dívida e inflação excessiva passou a fazer políticas conservadoras. O crescimento estava fraco, a inflação ainda persistia em níveis altos apesar de terem abaixado um pouco, ficava ainda em torno de 20 e 30% mas além de tudo a moeda continuava apreciada em termos reais.

O ano de 1994 foi crucial para o México. Eventos políticos como a divisão do país entre o norte (orientado para o mercado) e a guerrilha do sul agitaram os mercados. O assassinato do candidato a presidência colocou em xeque o regime político. Bancos de desenvolvimento criaram crédito sem cessar e o tesouro gastava dinheiro sempre que o resultado eleitoral previsto parecia apertado (prejudicando o superávit primário) e o déficit fiscal acabou em se refletir em déficit nas contas externas.

Em fins de 1994 já com novo governo e nenhuma boa notícia, a hipótese de desvalorização vinha sendo abordada e fuga de capitais foi nada mais do que a consequência inevitável. Após a primeira desvalorização, de 15,6%, investidores retiraram em massa o dinheiro do México. As reservas não eram suficientes para as retiradas, os passivos eram muitos e líquidos e se instaurou o caos.

O governo mexicano de forma a continuar a atrair capital externo permitiu que sua dívida fosse em dólar e mais líquida então títulos do tesouro foram amplamente trocados por títulos indexados a taxa de câmbio livre do mercado. Os investidores sentiram o clima e a eminência de uma desvalorização. Sem reservas e sem credibilidade o México não tinha como se auto sustentar, graças ao FMI o México não declarou moratória.

1.8 ÁSIA E MÉXICO

A semelhança entre a crise mexicana e a asiática de 1997 pode ser encontrada na velocidade em que houve fluxo de capitais, a sua mobilidade e a vulnerabilidade de economias emergentes que se deparam com uma saída brusca de capitais.

Tanto no México quanto na Ásia, déficits fiscais e alta taxa de inflação não eram os grandes problemas. O mercado financeiro era extremamente atraentes a investidores estrangeiros que de uma hora para outra mudaram seu comportamento trazendo pânico e provocando uma saída maciça de capitais levando a uma profunda crise no sistema financeiro doméstico e ameaçando a estabilidade de setores produtivos.

A entrada de capitais em ambos os países teve um crescimento bastante acentuado. Na Ásia devido ao seu desenvolvimento econômico fora do comum e o México que já vinha alguns anos num processo de mudança estrutural e estabilização macroeconômica propiciavam taxas de retorno atrativas ao investidor estrangeiro que transferia seus ativos a tais países ao invés de buscarem maior segurança e menor rentabilidade em países já desenvolvidos.

O México recebeu significativa entrada de capitais antes da crise de 1994. Estes eram atraídos pelo ambiente favorável que se instaurou na economia mexicana devido a anos de estabilidade econômica e intensivas reformas estruturais (consolidação das suas contas fiscais, desregulamentação e privatização assim como reformas financeiras, renegociação da dívida externa e abertura de comércio promovida através da assinatura do acordo do NAFTA).

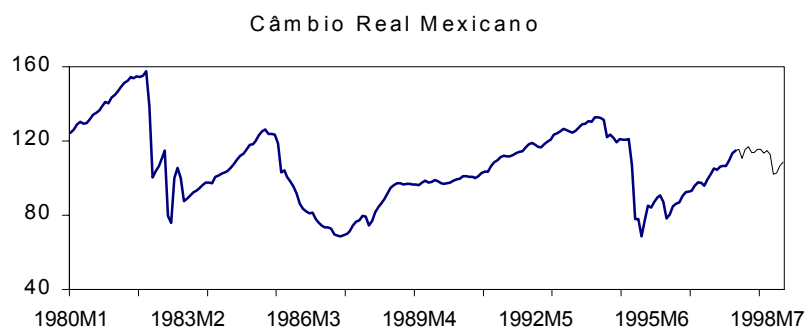
Entre 1989 e 1994 o crescimento médio do PIB foi de 3,9% e em 1993 a inflação caiu para um dígito pela primeira vez em 20 anos, tudo levava a crer que México teria crescimento sustentado. Tal crença pode ser de certa forma confirmada pelo volume de capitais que entraram no país, entre 1990 e 1994, US\$ 104 bilhões o equivalente a 20% do total do fluxo de capitais destinado às economias em desenvolvimento nesse período. Tal volume chegou a suscitar dúvidas sobre a sustentabilidade de suas contas externas. A economia se tornou mais vulnerável tanto pelo fluxo de capitais como pelo rápido crescimento creditício ao setor privado, manutenção da âncora cambial e elevação dos juros internacionais, além dos eventos políticos.

Nos países asiáticos muito do fluxo era de capitais de curto prazo absorvidos do sistema financeiro. Instituições financeiras destinavam parte desses fundos para

investimentos arriscados principalmente no setor estatal. O crescimento exacerbado impedia de se notar o impacto negativo dessa má alocação de recursos. Preços se elevavam de tal forma que foi inevitável corrigi-los. O colapso dos preços causou enfraquecimento do sistema financeiro.

Em comum, o México e as economias asiáticas possuíam uma banda de flutuação para o câmbio ou âncora cambial. Esse tipo de taxa de câmbio é de difícil defesa contra ataques especulativos especialmente quando o sistema financeiro é fraco. Âncoras cambiais podem causar distorções no sistema financeiro pelo fato de serem consideradas uma garantia que não haverá mudança no valor da moeda, isto é, um incentivo para pegar emprestado em moeda estrangeira e encorajar o setor financeiro e comercial a incorrer em risco.

Apreciação da taxa de câmbio real, dívida externa de curto prazo crescente, e grande déficit em conta corrente exerceram forte pressão no mercado cambial, pressões contra o peso fizeram com que a banda fosse abandonada e fosse adotado um regime flutuante em 22 de Dezembro de 1994.



Fonte: IFS

O mesmo ocorreu na Ásia em 1997, o mercado questionou a sustentabilidade do câmbio e pressões especulativas cresceram isto com dívida de curto prazo batendo a porta, queda da competitividade externa e enorme déficit em conta corrente. A Ásia teve problema em defender sua moeda devido à fraqueza do sistema financeiro, aumentou a especulação levando ao colapso dos “ arranjos cambiais” .

Quando veio a crise o governo percebeu que eram necessárias medidas de ajuste e suporte financeiro. O desafio não era apenas reduzir o déficit em conta corrente mas sim tomar providências que prevenissem o colapso tanto do setor financeiro quanto produtivo. Além do ajuste fiscal e monetário a adoção de câmbio flutuante e avanço na reforma estrutural e liberalização do mercado. O México negociou plano de emergência com os Estados Unidos e o FMI para evitar suspensão do pagamento das suas obrigações e evitar contágio da crise.

Capítulo III: O CASO BRASILEIRO

O caso de desvalorização da moeda brasileira não pode ser explicado sem que citeamos a introdução do plano Real, um plano que visa estabilização e redução dos níveis inflacionários brasileiros, historicamente altos.

O plano Real pode ser considerado a terceira fase do Programa de Estabilização Econômica adotado pelo governo. Não parece tarefa fácil implantar um plano de estabilização em um país onde nos últimos oito anos trocou-se cinco vezes de moeda e conviveu-se com seis planos econômicos. A segunda fase do Plano consistiu na criação da URV, que serviria como um parâmetro para quebrar a inércia inflacionaria e medir a inflação corrente, assim como restabelecer umas das funções da moeda que vinha sendo corroída pela inflação: a de unidade de conta. Vale citar que a primeira fase consistia em tornar as contas públicas mais aparentes, reduzir despesas do governo federal, aumentar eficiência administrativa e recuperar as receitas, esta fase foi implementada com Fernando Henrique Cardoso ainda como Ministro da Fazenda do governo Collor.

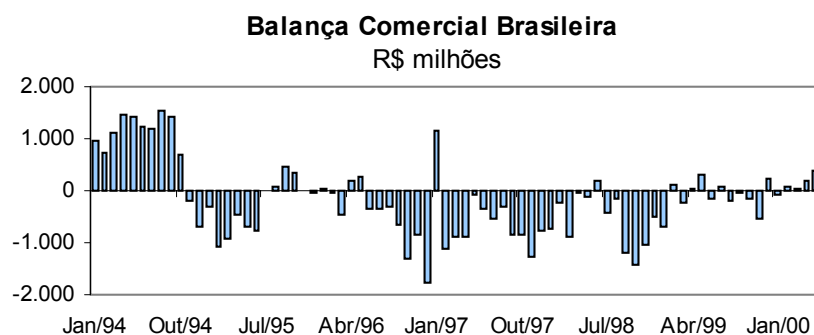
A política cambial foi adotada a partir de primeiro de Julho. As desvalorizações diárias da taxa de cambio nominal de acordo com a inflação doméstica foi abandonada o Banco Central retirou-se do mercado deixando que o cambio flutuasse abaixo da paridade por quase três meses, ocasionando uma apreciação nominal da taxa de câmbio em resposta à entrada líquida de capital estrangeiro, que inundava o país em busca de ganhos de arbitragem devido as altas taxas de juros. Depois o BC voltou a intervir no mercado cambial de forma a evitar maior apreciação da moeda e foi então que surgiu o regime de bandas e as reservas serviam como um sinalizador de austeridade na condução da política monetária.

A autoridade monetária intervinha de modo a controlar a liquidez e determinar o nível da taxa de câmbio real, as intervenções do BC resultavam num aumento expressivo das reservas e permitiu ao país acumular até junho, US\$ 43 bilhões. A política cambial praticada no período pós-Real foi concebida para estabelecer controle sobre os fluxos de recursos estrangeiros e evitar que os superávites se transformem em expansão da Base. O BC adotou a paridade fixa de US\$1/R\$ 1 na cotação de venda (sem qualquer menção à taxa de compra, de modo a permitir que as cotações flutuassem de acordo com livres forças do mercado. O governo permitia que o câmbio flutuasse livremente desde que o dólar não passasse do valor de venda a R\$ 1. As metas monetárias estabelecidas foram uma forma de fazer com que estados e municípios não se endividassem de forma indisciplinada ainda mais em anos de eleição.

Ao longo dos cinco anos do Plano Real houve uma apreciação cambial (o que pode ser comprovado se olharmos para o aumento significativamente maior dos índices de preço ao consumidor (IPC's) do que dos índices de preço ao atacado/ produtor (IPA's). Pode-se notar devido ao fato dos IPA's terem em sua composição mais bens comercializáveis proporcionalmente aos IPC's faz com estejam mais susceptíveis à concorrência externa. Com a desvalorização nossos produtos ficam mais baratos aos olhos externos e portanto cabíveis de sofrerem aumento. Os IPA's tendem portanto a aumentar mais do que os IPC's no caso de uma desvalorização da moeda. Não só a confiança no país, a redução significativa da inflação e credibilidade do governo trouxeram investimentos externos ao país, os juros reais estavam extremamente atrativos ao investidor estrangeiro. A queda inflacionaria não foi acompanhada pela queda, em igual magnitude dos juros, o que fez com que os juros reais ficassem altos. No ano de 1995, os juros reais ficaram em torno de 25%, valor extremamente atrativo aos olhos do investidor. A valorização da moeda

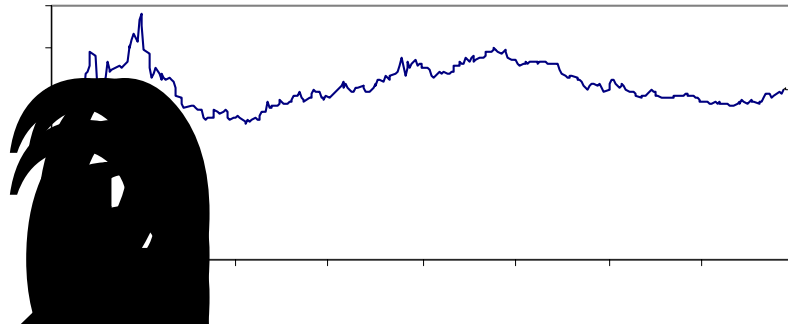
brasileira provocou grande prejuízo aos investidores e instituições financeiras que tinham ativos indexados a moeda estrangeira. As exportações que supostamente deveriam contrair-se rapidamente não o fizeram, permanecendo em um nível razoável nos primeiros meses de plano. E o fato das importações estarem mais baratas não fez com que houvesse aumento significativo, comprovando que importações se correlacionam mais fortemente com o aumento da renda nacional do que com a mudança dos preços relativos.

A valorização do cambio e o aquecimento da demanda foram inevitáveis. A introdução do plano de estabilidade econômica e a redução da inflação foram razões significativas para o influxo de capitais externos favorecendo ainda mais a valorização do Real. Nos três primeiros meses do plano, o Real flutuou livremente para só então lhe ser imposta uma restrição. A queda da cotação do dólar foi fundamental para a estabilização pelo fato de reduzir o custo dos bens importados e portanto a inflação de custo de forma a manter preços baixos. Entretanto a continuidade de tal política poderia comprometer o investimento dos exportadores devido a perda de competitividade. Os saldos da balança comercial podem ser vistos no gráfico abaixo. Pelo fato de bens importados estarem bem mais baratos e altamente competitivos e os nossos produtos exportáveis terem se tornado mais caros, devido à apreciação da taxa de câmbio, acrescentando o fato de termos promovido uma abertura comercial, a nossa balança tornou-se deficitária. Logo no início do plano Real, em novembro de 1994 a balança comercial registrou um déficit de US\$ 409 milhões pela primeira vez em oito anos. E o primeiro semestre de 1995 acompanhou tal tendência mas a reação veio logo em seguir com a introdução de algumas medidas protecionistas dentre elas se destacou a do setor automotivo que garantiu uma proteção de 250%.



O Plano Real pretendia estabilizar a economia e reduzir níveis inflacionários e para tanto uma taxa de cambio valorizada seria de grande ajuda, por isso tanto se comenta sobre a importância do cambio estar valorizado no início do plano.

Depois do México, da Ásia e da Rússia, a crise cambial atingiu o país no início de 1999. O Real assumiu valores reconhecidamente altos e uma desvalorização era eminente. A política cambial pré desvalorização supunha uma desvalorização gradual com o alargamento da banda de forma a chegar harmoniosamente no nível de equilíbrio. Entretanto, fortes pressões do mercado fizeram com que o cambio fosse liberado e um overshooting foi inevitável. A maior cotação (média diária) foi atingida no dia 03 de Março de 1999, a moeda alcançou o valor de R\$/US\$ 2,16. (no mesmo dia em que o novo presidente do Banco Central e a nova diretoria tomaram posse.) O gráfico abaixo mostra a trajetória da taxa de câmbio assim com o seu pico no dia 03.



Antes de seguir com a história cambial do Real vale fazer menção ao sistema de bandas que vigorava antes da Desvalorização. A banda larga era estabelecida pelo governo e corresponde ao intervalo ao qual o cambio poderia oscilar, o BC no entanto intervinha constantemente no mercado, comprando ou vendendo moeda americana de forma a restringir a flutuação dando nome ao que foi denominado de mini-banda , onde o Banco Central através dos leilões de “spread” fixava esses intervalos estreitos de flutuação em um espaço de tempo aleatório e com isso assegurava a desvalorização gradual da taxa nominal de câmbio, uma re-introdução ao “crawling peg”, entretanto este agora não era explicado pela inflação. Este sistema ao mesmo tempo que sinaliza ao mercado permite que ele flutue e portanto fornece uma certa liberdade. Com esse sistema da bandas o governo pretendia fazer uma transição suave do cambio e toda vez que o teto cambial era atingido, o governo reajustava a banda larga.

De volta a desvalorização pode-se colocar parte da responsabilidade na desvalorização tanto no México quanto nos países asiáticos, elas trouxeram efeitos inflacionários e diminuíram a credibilidade do país junto com entidades internacionais, já que tanto estes países quanto o Brasil fazem parte de países emergentes que almejam estar no hall dos países desenvolvidos. Os ânimos dos investidores é abalado sempre que um país emergente sofre um ataque e é obrigado a desvalorizar sua moeda. A crise do México

principalmente, mudou de forma desfavorável os fluxos de capital para a América Latina, reduzindo a liquidez internacional o que agravou o problema brasileiro já que a deterioração da balança comercial pedia financiamentos externos e estes por sua vez tinham menos interesse em financiar economias emergentes uma vez que elas demonstram fraquezas..

Um remédio que foi de certa forma eficiente para reverter o overshooting inicial foi a elevação das taxas de juros. A elevação dos juros ao mesmo tempo que mostra a preocupação na estabilidade de preços por outro traz a preocupação com o compromisso de resultados fiscais como exemplo a relação dívida/PIB. A melhora dos ânimos logo após a desvalorização também foi reflexo da preocupação do governo em manter os compromissos fiscais, a possibilidade de contar com níveis relativamente confortáveis de reservas e o fato do sistema bancário brasileiro, diferente dos países asiáticos, ser sólido e uma crise cambial não estar associada a uma crise bancária, e claro outro aspecto importante foi a manutenção do fluxo de investimentos diretos, garantindo o financiamento do déficit em conta corrente. Após a desvalorização, o descontrole inflacionário parecia certo para grande parte das projeções, assim como uma recessão e com ela o desemprego. Apesar do aumento do petróleo (preço do barril subiu de R\$/US\$ 11,70 para R\$/US\$ 28,40, o que representa um aumento de 147% até abril de 2000), do reajuste de tarifas, da elevação de impostos, entressafra pressionada pela seca, as projeções para o ano de 1999 falharam, e os índices de preço ao consumidor estão de acordo com as metas estabelecidas com o FMI.

O sucesso da desvalorização pode ser visto na análise do índices de preços. A desvalorização pressupõem uma perda do poder de compra já que nossos bens e serviços passam a ter menor valor no comércio internacional, isto quer dizer que os índices de inflação devem aumentar porém de forma menor do que a desvalorização. O índice de

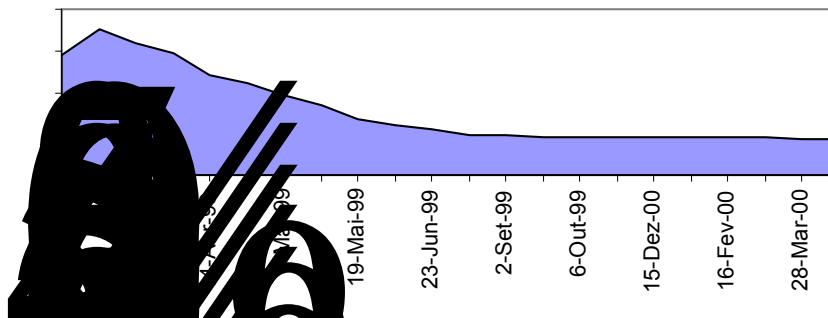
preço escolhido para as metas de inflação foi o IPCA¹ do IBGE, este índice fechou no ano de 1999 em 8,94%, já o índice de preço ao atacado medido pelo IPA do IGP-DI ficou no acumulado do ano em 28,9 %. O temor de que o aumento do índice ao atacado fosse repassado aos índices ao consumidor não se concretizou já que os bens comercializáveis (tradables) representam uma fração do custo do bem final, eles apenas agregam valor não sendo portanto 100% afetados, desta forma não há repasse integral e a desvalorização vai impactar de forma diferente em cada um deles. Se levarmos em conta o tamanho do Brasil e a representatividade dos bens importados e exportados (14% do PIB, “ grau de abertura da economia”) vemos a lógica dos IPC’s não aumentarem na mesma magnitude dos IPA’s. Como já foi dito, a lógica das desvalorização está no encarecimento dos tradables em relação aos domésticos e como no IPA encontramos muito mais tradables é factível que o aumento dos IPA’s seja mais realçado com uma desvalorização do que dos IPC’s.

Os juros foram uma grande arma na política econômica pós desvalorização, seu maior nível foi de 45%, alcançado em 04 de Março de 1999 pela reunião do Comitê de Política Econômica (COPOM), mas a medida que a credibilidade voltava e o cenário se acalmava os juros foram reduzidos e hoje encontram-se em 17,5%²². Essa redução do custo do dinheiro beneficia o tomador de crédito e é um indicador de confiança no cenário econômico. O gráfico a seguir mostra essa redução dos juros. A política de juros que vigorava antes da desvalorização se baseava num piso e num teto para os juros chamado de TBC e TBAN. Esses patamares eram modificados nas reuniões de política econômica, no entanto, ao final do ano de 1998 eles não passavam de indicativos pois os juros estavam

¹ O IPCA foi o índice de preço escolhido para ser o responsável pelas metas de inflação estabelecidas com o Fundo Monetário Internacional. Nesse sistema a política monetária fica subordinada às metas definidas para a Inflação.

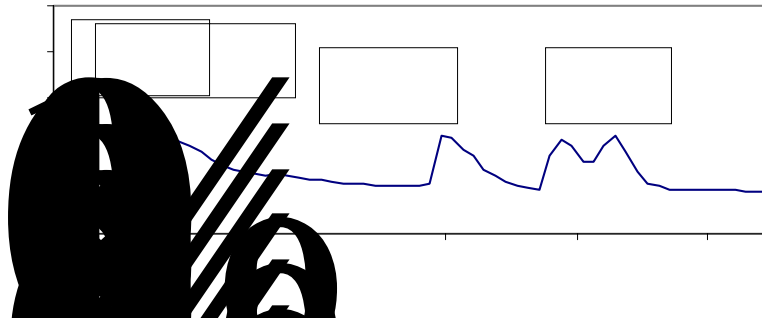
² Selic acabou de ser reduzida em 1% na reunião do dia 20 de Junho de 2000 do Comitê de Política Econômica.

sendo fixados diariamente nas operações de mesa do Banco Central. A TBC e a TBAN foram extintas em março de 1999, na prática elas já não tinham nenhum significado e o sistema que passou a vigorar foram as reuniões do COPOM que definem tanto a nova taxa como seu viés que vigoraram até a reunião seguinte mas nesse ínterim o presidente do Banco Central tem o poder de mudá-la de acordo com o viés sem que seja necessária uma convocação extraordinária.



As crises asiáticas e russa, em 1997 e 1998 respectivamente, tiveram repercussão na política brasileira. O contágio das crises provocou a elevação dos juros como forma de estancar a perda de reservas. Os fundamentos da economia brasileira como os desequilíbrios orçamentários (ou melhor, frágil equilíbrio), o balanço de pagamento, a dívida pública interna, não estavam fortificados. A fuga de capitais seria extremamente prejudicial ao país e com a política cambial vigente a única forma imediata de tentar conter a crise é através da elevação das taxas de juros. No gráfico abaixo nota-se a trajetória dos juros durante as crises.

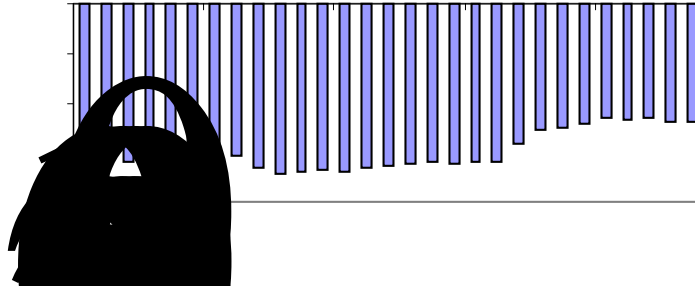
Selic Nominal Anualizada



O Brasil assim como os demais países que sofreram crises cambiais teve um pacote de auxílio técnico e financeiro do FMI, ao mesmo tempo que o fundo fornecia empréstimos de forma a manter em níveis razoáveis as reservas brasileiras ele instituiu algumas condições para a concessão do pacote. FMI, BIS, Banco do Japão, BIRD e BID juntos fizeram um empréstimo de US\$ 41,5 bilhões denominado de acordo financeiro multilateral. ..

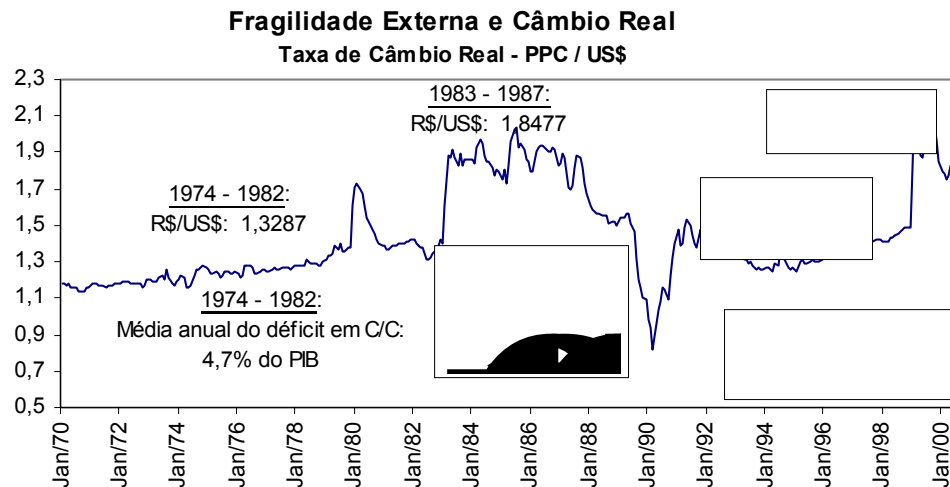
O ano de 1999 apesar de turbulências cambiais, crises políticas e temores inflacionários foi um ano especialmente bom para os investimentos estrangeiros, o recorde histórico de US\$ 30 bilhões entrou no país, sendo que apenas US\$ 8 bilhões eram referentes a investimento em privatização. Neste ano de 2000, espera-se um total de US\$ 50 bilhões para toda a América Latina, sendo que desse US\$ 50 bilhões, US\$ 25 bilhões terão como destino o Brasil. Esse valor mostra que o fluxo de investimento não cessou nem quando as piores previsões assombravam a economia brasileira. O déficit em conta corrente mostrou redução significativa, passando de US\$ 33,6 bilhões em 1998 para US\$ 24,4 bilhões, seu menor nível desde 1996 e além do que agora ele está sendo financiado em grande parte pelos investimentos estrangeiros diretos e cada vez mais, menor é a parcela de capitais de curto prazo, o que reflete a maior confiança dos investidores de longo prazo no

país. A trajetória do saldo em transações correntes acumulado em doze meses pode ser vista no gráfico abaixo.



Segundo a análise gráfica abaixo pode-se ver o câmbio real em um longo período, desde 1970, essa série mais extensa foi com o intuito de analisar o comportamento desta variável e seu possível nível de equilíbrio. Para tanto olharemos ao mesmo tempo não só para sua trajetória como também para o valor do déficit em conta corrente que é o alerta dos preços da nossa economia. Um grande déficit em conta corrente mostra que nossas exportações estarão mais baratas e importações mais caras então nossa moeda deverá estar sobrevalorizada. Da mesma forma, quando temos sucessivos superávites a moeda deverá estar desvalorizada. Esta análise não pode ser vista por si só, um exemplo ocorre agora com o real. Apesar da desvalorização da nossa moeda a nossa balança comercial não mostrou forte reação. Foi utilizado o IPA-ind do IGP-DI como deflator interno e o PPI all commodities para a inflação externa. Baseando-se na teoria onde a sobrevalorização do câmbio (ou subvalorização) se refletiria em suas contas externas podemos ver que o nível de equilíbrio seria por volta de R\$/US\$ 1,80 já que foi nesse período, 1984-1991, onde o déficit em conta corrente ficou, em média, mais próximo do nível desejado, que seria o não déficit e o não superávit demonstrando equilíbrio nas contas externas. No entanto, a comparação temporal torna-se difícil a medida que temos em mente as mudanças ocorridas.

A abertura comercial, as reformas sofridas pelo país, a liberalização do capital, os processos de privatização e tantos outros fatos tornam árdua a comparação entre períodos que são tão diferentes. Mas de qualquer forma é válida a análise. Pós plano Real e pré-desvalorização a taxa de câmbio real média estava em 1,3474, valor muito abaixo de 1,8477. A desvalorização era inevitável segundo nosso gráfico pois não só temos a taxa apreciada como o saldo em conta corrente em 3,6% do PIB. O valor atual está bem mais próximo do nível de equilíbrio do que o pré desvalorização. Esta é apenas uma análise superficial do câmbio, não se deve afirmar o valor de equilíbrio da taxa de câmbio, simplesmente pelo saldo em conta corrente mas pode-se ver o quão distante ou o quão próximo imagina-se que ela esteja do equilíbrio.



CONCLUSÃO

Depois de estudar vários casos de desvalorizações podemos analisar o caso brasileiro e suas conseqüências mais especificamente.

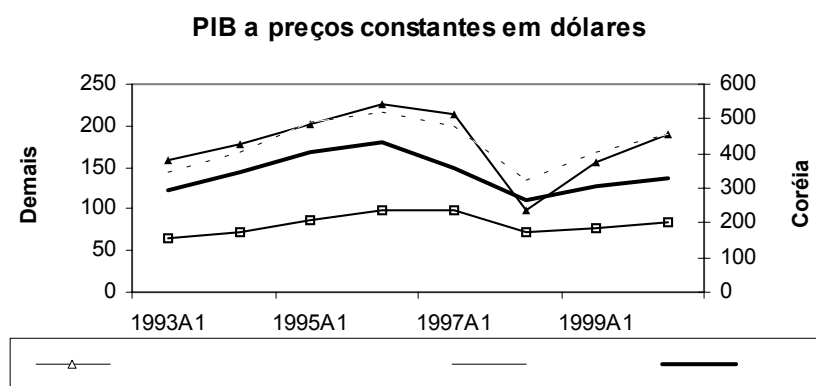
Podemos buscar semelhanças entre todos os casos dentre elas a ajuda do Fundo Monetário Internacional, a queda do nível de reservas, flutuação da moeda, elevação dos juros mas, vale ressaltar que há também grandes diferenças do porque se deu a desvalorização em cada um desses países. Enquanto na Ásia tivemos uma crise do sistema bancário que fez com que houvesse um alarde geral que levasse a desconfiança do sistema econômico e portanto a fuga de capitais e pressão para desvalorizar no Brasil, o sistema financeira não estava no mesmo grau de comprometimento mas haviam em contrapartida outros problemas como o gasto público excessivo, o déficit comercial dentre outros.

O pós crise também foi diferente em cada um dos países citados. A inflação foi presente na maioria das economias asiáticas já no Brasil as previsões de elevação dos níveis inflacionários foram todas superadas pelo fato dos índices de inflação terem sido baixos.

A Coréia, por exemplo, não tinha motivo para incorrer em um programa de estabilização fiscal, já o Brasil no pós Real aumentou o gasto público de forma exorbitante e um ajuste em seus gastos fez-se mais do que necessário.

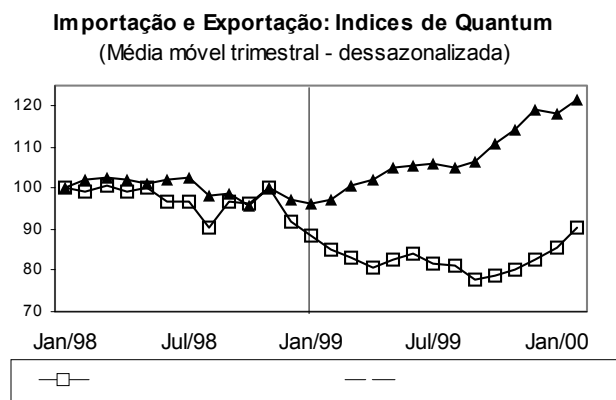
As contas do governo vinham se deteriorando de uma forma assustadora e o auxílio técnico do FMI veio em boa hora. O governo está demonstrando o esforço que vem exercendo e a meta com o FMI até junho deste ano já foi até mesmo alcançada em relação ao Resultado Primário e tudo indica que a economia está com um bom rumo traçado. Era

esperada uma forte queda no produto assim como ocorreu com os países asiáticos como pode ser visto no gráfico abaixo, mas em 1999 tivemos um crescimento próximo de zero (superou as expectativas já que era esperada uma queda do produto) e para 2000 prevê-se um crescimento próximo de 4% do PIB.



Um outro ponto a ser analisado com a desvalorização da moeda é a balança comercial. Normalmente ela tende a registrar superávit após a desvalorização, elevando suas exportações e diminuindo as importações. E foi assim que aconteceu na Ásia, produtos locais tornam-se mais competitivos e acabam por serem comercializados em maior escala afetando o concorrente que não teve sua moeda desvalorizada. As importações devem se retrair e com isso haverá melhora no saldo comercial. No entanto a balança comercial brasileira tem se mostrado bastante inflexível, seu resultado tem melhorado mas fica muito longe do esperado pela desvalorização. As exportações tem aumentado em sua quantidade mas o preço está caindo o que faz com que o efeito final não seja muito animador. O petróleo tem sido um peso nas importações já que o preço dele no exterior tem aumentado fazendo com que aumente o valor das importações.

Esta vem sendo uma particularidade do caso brasileiro, nos países asiáticos isto foi até mesmo uma forma pelo qual a crise se espalhou, através de superávites na conta corrente que faziam com que as outras economias acabassem por incorrer em déficit.



Este gráfico mostra que apesar da Balança Comercial não estar registrando saldos positivos da magnitude esperada, a quantidade exportada vem subindo a partir da desvalorização e as importações estão em um patamar mais baixo (apesar de estarem mostrando uma certa recuperação).

A diferença entre os processos de desvalorização entre Ásia e Brasil parecem claros. O FMI entrou em cena dada a necessidade de um auxílio imediato para ajudar na crise e implementar reformas que minimizassem novos acontecimentos; e claro que com o intuito de que o país retomasse as bases para um crescimento sustentável.

Ficou claro que tanto na Ásia como no México ou mesmo Brasil o processo de desvalorização se deu por motivos e épocas diferentes. Demonstramos no capítulo 2 que a crise asiática foi uma crise bancária e sabemos que o sistema financeiro brasileiro não se assemelhava ao asiático no momento da crise. Afinal de contas se as crises fossem todas iguais de que valeria estudá-las separadamente? Então o que resta-nos é esperar pela próxima surpresa, torcendo para que ela não venha.