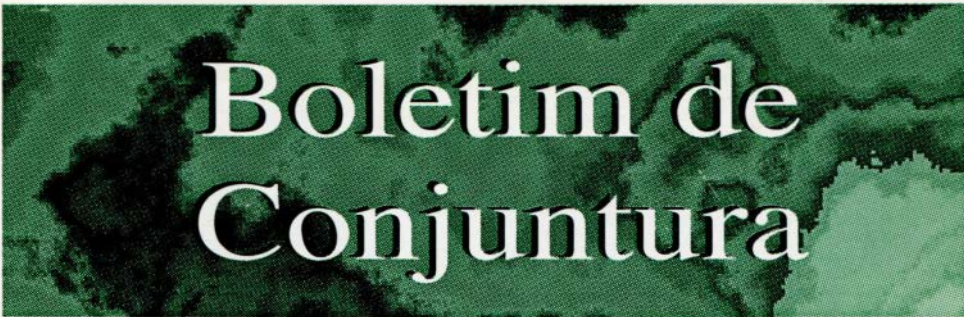




Boletim de Conjuntura

**Publicação do Instituto de Economia
da Universidade Federal do Rio de Janeiro**

**Outubro de 1998
Volume 18 - Número 3**

- ▶ *A Hora das Opções*
- ▶ Política Econômica e Reversão de Expectativas
- ▶ 1998: Uma Crise Cambial de Natureza Diferente
- ▶ A Crise Financeira Mundial e Seus Reflexos Sobre o Brasil
- ▶ A Inserção das Exportações Brasileiras no Comércio Internacional de Mercadorias

Alexis Toribio Dantas - Antônio Barros de Castro - Caio César Lock Prates da Silveira
Fernando José Cardim de Carvalho - Francisco Eduardo Pires de Souza
Jorge Chami Batista - Lavínia Barros de Castro - Margarida Maria Sarmiento Guttierrez
Rogério Studart - Silvio Sales de Oliveira



A HORA DAS OPÇÕES

“Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas num turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser mal feito”. J.M. Keynes, 1936.

O *Plano Real*, enquanto um programa de estabilização com base em âncora cambial, representa uma aposta contra o tempo. A aposta se coloca nos seguintes termos: o setor produtivo interno terá condições de ajustar-se – ampliando sua produtividade e competitividade e portanto suas exportações – antes que o desequilíbrio externo (transações correntes) se torne insustentável na percepção daqueles que o financiam. Até que se dê a reversão deste desequilíbrio, a manutenção do fluxo de capital de que se necessita depende, basicamente, da credibilidade junto à comunidade financeira internacional – e, obviamente, de um rendimento proporcional ao risco assumido pelos investidores estrangeiros.

Não é sábio o jogador que mantém os termos da aposta quando o ambiente que não controla se modifica; e muito menos aquele que dobra sua aposta quando o ambiente se deteriora. O fato que os mercados financeiros internacionais vêm sofrendo de crescente instabilidade nesta segunda metade dos anos 90 não passou despercebido. O próprio Chairman do Fed norte-americano vem alertando para a possibilidade de estar ocorrendo um processo em que a atividade financeira deixa de ser funcional e passa a afetar negativamente o setor produtivo.

Não é surpreendente que o governo brasileiro não tenha antecipado a crise financeira internacional que se iniciou no Sudeste Asiático: poucos, se de fato alguém, poderiam tê-lo feito.¹ Surpreende, entretanto, que, apesar dos claros sinais de rápida deterioração do ambiente financeiro internacional a partir de meados de 1997, o governo tenha feito tão pouco para redefinir a aposta, reduzindo a vulnerabilidade da economia a mudanças súbitas dos fluxos de capital.²

Desde o último *Boletim de Conjuntura Econômica* a crise financeira mudou de caráter. Não é mais uma crise de confiança sobre a economia brasileira, de um aumento do risco Brasil. Não é uma fuga de investimentos em ativos brasileiros para investimentos em ativos de outras economias emergentes. Trata-se sim de uma crise gerada pela fuga genérica para a liquidez e para a qualidade - de especuladores, empreendedores e mesmo indivíduos abastados - no sentido de títulos públicos norte-americanos, com liquidez máxima e risco irrelevante. Esta fuga tem provocado um verdadeiro derretimento de preços de ativos não-denominados em dólares. Mais concretamente, tem levado a uma queda significativa de títulos de empresas e instituições financeiras que possuem ativos (físicos e financeiros) de economias emergentes - por exemplo, as empresas de tecnologia com plantas no Sudeste Asiático ou na América Latina, os bancos com “exposição” em economias emergentes, as multinacionais que participaram de privatizações nestas últimas economias.

Nesse processo, mesmo as bolsas norte-americanas têm sofrido perdas muito significativas, enquanto instituições financeiras, bancárias e não-bancárias, têm sido afetadas em cheio. No curto prazo, isto reduz o lucro e a riqueza destes investidores e instituições, podendo provocar quebraadeiras. No médio e longo prazo tende a gerar uma redução significativa da liquidez internacional. Este é aliás um dos temas fundamentais do artigo *A crise financeira internacional* de Fernando Cardim de Carvalho neste número do **Boletim**.

Crises deste tipo, tradicionalmente, só podem ser estancadas através de expansão rápida da liquidez (em dólares) – por exemplo, as transferências de reservas precaucionais em dólares para economias, como a brasileira, que estão sob ataques especulativos. Esta seria uma solução emergencial. Para conferir mais solidez às economias de mercado num contexto de globalização financeira, vamos necessitar de novas instituições de regulamentação e supervisão. E a criação destes mecanismos deve tomar tempo – tempo que hoje, mais do que nos últimos quatro anos, é extremamente precioso para o Brasil.

Ou seja, a crise que vivemos é uma crise substancialmente diferente daquelas vividas em 1995 e mesmo a de fins de 1997. Isto explica, conforme se discute no artigo *Política Econômica e Reversão de Expectativas* de Rogério Studart e Lavínia Barros de Castro deste número do **Boletim**, a dificuldade em se reverter as expectativas dos agentes nos mercados financeiros e a sangria de reservas do país através de políticas convencionais, tal como elevação de taxas de juros e o anúncio de um pacote fiscal.

Com a drástica mudança do ambiente internacional e das expectativas dos investidores internacionais, e dadas as mudanças recentes no regime cambial (com a liberalização da conta capital), pelo menos três questões se colocam sobre os rumos da política econômica daqui para diante.

Primeiramente, ao compararmos o regime cambial que prevalece hoje ao que prevalecia nos anos 80, podemos afirmar que a reestruturação dos passivos em moeda estrangeira no sentido de garantir o fluxo necessário para fechar o balanço de pagamentos brasileiro é bem mais complexa. Em 1982, por exemplo, uma negociação entre credores (bancos internacionais) e autoridades econômicas brasileiras, embora extremamente custosa ao Brasil, foi suficiente para alongar o perfil da dívida e garantir os fluxos necessários para o pagamento dos juros. Comprou-se assim tempo enquanto se realizava um forte ajuste na balança comercial.

Em 1998, eventuais negociações enfrentariam dificuldades - já que a dívida encontra-se pulverizada entre um grande número de detentores (não bancários) de títulos - além do que, devido a mudanças recentes do regime cambial, teoricamente qualquer agente pode transformar ativos em Real em moeda estrangeira e enviá-los ao exterior. Neste sentido, como colocam Francisco Eduardo Pires de Souza e Antônio Barros de Castro no artigo *1998: Uma crise cambial de natureza diferente*, a diferença fundamental pode ser enunciada da seguinte forma:

“A questão, agora, é que não existe mais o lado de cá e o lado de lá. Credores, empresas, e até mesmo meros cidadãos – aí incluídos os brasileiros – têm o seu comportamento envolvido na questão. Cada um deles poderá agora, na qualidade de detentores de ativos, ‘cobrar’ do país aquilo que mais lhe falta: divisas. Neste sentido o problema é, sem dúvida, de outra natureza - e de outra extensão. Enquanto no primeiro caso suspender os pagamentos visava permitir o funcionamento da economia a um nível adequado de atividade, agora trata-se de impedir certas mudanças de portfólio (por parte dos agentes econômicos em geral) que, uma vez deflagradas, levem ao desaparecimento das reservas podendo mesmo dar início à erosão caótica da própria ordem sistêmica”.

Em segundo lugar, dada a mudança do caráter da crise, o remédio de juros altos não parece ser tão eficaz quanto seria numa situação de maior liquidez internacional, enquanto que o *Ajuste fiscal como estratégia* apresenta percalços significativos e terá custos econômicos e sociais elevados, como coloca Caio César Prates em seu artigo neste **Boletim**. Ou seja, há um erro crasso no diagnóstico oficial da crise, e portanto o remédio proposto pode piorar a situação do paciente sem resolver a crise cambial gerada pela sangria de reservas. E o paciente, a economia brasileira, já vem demonstrando perda de dinamismo, altos níveis de desemprego e de inadimplência no setor privado - como descreve Alexis Toribio Dantas em seu texto neste **Boletim**, *Nível de Atividade*.

Por fim, a mudança do ambiente internacional coloca em xeque a aposta de 1994 - ou seja, a aposta em um modelo em que o desenvolvimento depende de um ajuste espontâneo do setor produtivo nacional a um marco institucional de abertura comercial e financeira. Talvez pareça prematuro refletirmos sobre as opções que se colocam no longo prazo para a economia brasileira, já que ainda não está claro o rumo que caminhará o Mundo no futuro próximo. Mas é preciso fazê-lo, urgentemente, se não quisermos continuar apostando num modelo de desenvolvimento que cada vez menos analistas, aqui e no Mundo, consideram sustentável. Só podemos esperar que as opções para o futuro tomem em consideração o alerta feito por J.M. Keynes, com o qual abrimos este editorial: “quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser mal feito”.

Antônio Barros de Castro
Rogério Studart

NOTAS

1 Entretanto há muitos meses (senão anos) instituições como o Bank of International Settlements e a United Nations Conference on Trade and Development vêm alertando para a crescente instabilidade do sistema financeiro internacional e os riscos envolvidos, tendo em vista o espetacular crescimento da integração financeira das economias, tanto as desenvolvidas quanto as em desenvolvimento.

2 Veja-se entretanto o artigo de Margarida Gutierrez nesta edição sobre as mudanças recentes na política de exportação.

1998: UMA CRISE CAMBIAL DE NATUREZA DIFERENTE

As sucessivas perdas de reservas ao longo de agosto e setembro colocaram o país diante do espectro do retorno de uma crise cambial. Face a esta ameaça diversos analistas aqui e no exterior vêm se dedicando a exercícios através dos quais se busca avaliar a evolução das contas externas, e muito particularmente as necessidades de financiamento no futuro próximo. A situação inegavelmente evoca o início dos anos 80, quando o país mergulhou numa crise de balanço de pagamentos de gravíssimas consequências. Isto por si só já recomendaria uma recapitulação do ocorrido naquela época em busca de lições para a atualidade. O esforço neste sentido pode, aliás, revelar-se muito fecundo já que, se por um lado há inegáveis semelhanças entre as duas experiências, por outro, o seu confronto torna evidente que a crise atual (daqui por diante referida como 98) possui uma dimensão crucialmente importante e inexistente no colapso verificado no início dos anos 80 (que passa a ser referido como 82). Esta contraste, como veremos, tem implicações fundamentais para o entendimento da natureza da atual crise e para a formulação de políticas visando o seu enfrentamento.

Esquematisação dos Contrastes

O problema em 82 basicamente consistia em evitar que o país não conseguisse pagar as importações de que sua economia necessitava para funcionar ao nível de atividade em que (já) se encontrava. Mais concretamente havia que assegurar as compras externas do petróleo imprescindível à operação dos sistemas produtivo e de transporte.

Grande parte da questão girava, em 82, em torno dos compromissos de pagamentos externos para os quais o país - uma vez interrompido o fluxo espontâneo de capitais - não dispunha de liquidez externa suficiente. De fato, neste quadro, o pagamento dos juros externos tinha que ser feito mediante o sacrifício de importações - que já se encontravam fortemente comprimidas. Dito de outra maneira, para cobrir o dispêndio com os juros da dívida externa o país tinha que gerar um superávit equivalente no balanço de mercadorias e serviços (não fatores). É fundamental destacar, a este propósito, que os juros líquidos então representavam 4,1% do PIB e nada menos do que 70% do déficit em conta corrente. Em tais condições, não pagar os juros (refinanciando-os, na medida do possível, via negociação) resolvia em grande medida o problema crucial da conta corrente.

No que se refere à conta de capital, é importante frisar que ela se encontrava (a rigor, desde a década de 1930) severamente controlada pelo governo. Além disto, evidenciada a cessação do ingresso espontâneo de capitais, o refinanciamento das amortizações passava a ser feito de forma praticamente automática - um eufemismo para encobrir a renovação forçada das amortizações. De fato, uma vez iniciado, este tipo de procedimento deixou de enfrentar dificuldades ou resistências. Restava pois, como já foi anteriormente assinalado, apenas o refinanciamento dos juros¹.

Em suma, em 82 a situação tornou-se crítica pura e simplesmente em decorrência da insuficiência da capacidade de importar - que não mais podia ser reforçada mediante a captação de empréstimos voluntários. O equacionamento desta situação

dependia de negociações externas (voltadas para o refinanciamento dos juros) e da capacidade de reduzir importações e ampliar exportações. Na medida em que fossem alcançados estes objetivos intermediários, a economia poderia operar ao nível de atividades em que já se encontrava. Enquanto isto prosseguia a paulatina mudança de sua estrutura produtiva, que acarretaria a médio prazo a superação das dificuldades do balanço de pagamentos.

As ameaças existentes e os objetivos a serem perseguidos em 98 são de natureza muito diversa. Trata-se, antes de mais nada, de evitar que a retirada de dólares do país leve a uma situação em que as reservas se esgotem e a sustentação do câmbio se revele inviável. Não é preciso frisar que, liquidadas as reservas, o país não teria como evitar o recurso a soluções fortes - sendo que seu poder de barganha no plano externo, a essas alturas, seria praticamente nulo. A diferença fundamental que acaba de ser assinalada pode ser enunciada de uma outra maneira: antes se tratava unicamente de um problema de fluxos, agora salta para o primeiro plano um problema de estoques. E a dificuldade certamente não reside no mero fato de que, como já apontaram certos analistas, eventuais negociações enfrentariam presentemente imensas dificuldades - já que a dívida encontra-se pulverizada entre um grande número de detentores (não bancários) de títulos. É bem verdade que este fato torna mais difícil a renegociação dos débitos. Esta diferença, contudo, não capta a discrepância crítica entre 98 e 82. A questão, agora, é que não existe mais o lado de cá e o lado de lá. Credores, empresas, e até mesmo meros cidadãos - aí incluídos os brasileiros - têm o seu comportamento envolvido na questão. Cada um deles poderá agora, na qualidade de detentores de ativos, "cobrar" do país aquilo que mais lhe falta: divisas. Neste sentido o problema é, sem dúvida, de outra natureza - e de outra extensão. Enquanto no primeiro caso suspender os pagamentos visava permitir o funcionamento da economia a um nível adequado de atividade, agora trata-se de impedir certas mudanças de portfólio (por parte dos agentes econômicos em geral) que, uma vez deflagradas,

levem ao desaparecimento das reservas podendo mesmo dar início à erosão caótica da própria ordem sistêmica.

Chegados a este ponto, somos obrigados a tentar explicar a razão de uma mudança tão drástica do significado, para a economia brasileira, de uma possível crise cambial.

Entre 82 e 98 verificou-se uma revolução nas instituições e regras cambiais, que eliminou as barreiras antes existentes à movimentação de capital entre o país e o resto do mundo. Além de alterar mecanismos econômicos, as novas regras lançaram as bases de um novo relacionamento entre o estado e os agentes econômicos. Surge com isto uma nova visão, segundo a qual "a rigor, não há nada de errado em o cidadão comum, contribuinte em dia e cumpridor de seus deveres, dispor de suas poupanças como bem quiser, aí compreendendo, inclusive, remessas para o exterior"². Em outras palavras, se antes as divisas eram consideradas como um bem escasso a ser usado de acordo com prioridades politicamente estabelecidas, agora a transferência de recursos para o país ou deste para o exterior é uma questão da alçada do indivíduo: se a transferência for para ele mesmo será registrada oficialmente como "capitais brasileiros a curto prazo - disponibilidades no exterior. Isto significa que o agente pode querer manter disponibilidades lá fora para usar como e quando bem lhe aprouver. A final o recurso é dele e ele já pagou todos os impostos"³.

Admitida a liberdade na administração do portfólio entre ativos domésticos e externos, fica claro que a mera atração de fundos pelo país constitui um remédio de limitada eficácia, já que tudo pode ir por água abaixo em determinado momento, bastando para tanto que um evento desfavorável leve a uma busca massiva e generalizada, por parte dos agentes econômicos, de conversão dos ativos líquidos domésticos em moeda estrangeira. Vista a questão por esta última ótica, o fulcro da questão não consiste em atrair recursos do exterior mas, sobretudo, em impedir tentativas massivas de alteração de portfólio. Advirta-se, por contraste, que a solução do tipo cortar determinadas despesas, amplamente eficaz em 82 trata a questão como sendo unicamente de fluxo. Com

efeito, visa apenas conter um ou mais vazamentos localizados. A segunda abordagem, por contraposição, coloca em primeiro plano a totalidade dos ativos líquidos e o comportamento dos agentes econômicos em geral. O problema portanto absolutamente não se resume ao fato de que o peso dos juros hoje - 1,3% do PIB e 31% do déficit em conta corrente - é muito menor do que no passado. A ameaça consiste em que a demanda de divisas, impulsionada pela ansiedade dos agentes econômicos, poderia tornar-se, no limite, tão grande quanto a massa de ativos líquidos domésticos, provocando o colapso das reservas e a alta explosiva da taxa de câmbio. Para suprimir este último risco há dois caminhos: conquistar a confiança permanente dos detentores de ativos ou, alternativamente, reconstituir instituições existentes no passado – o que requer que também sejam revertidos os comportamentos, e em certa medida a própria cultura individualista, sedimentados nos últimos anos.

Uma vez devidamente enfatizado o desafio central da atualidade convém advertir que o elevado déficit em conta corrente não é em absoluto irrelevante. A sua relevância contudo não pode ser devidamente apreciada de forma direta, ou seja, pelo montante de financiamento requerido para “fechar as contas”. O problema no caso consiste em que, dado o elevado nível de necessidades, torna-se difícil impedir a formação de um quadro de expectativas altamente desfavorável, e capaz de detonar amplos movimentos de defesa de portfólio numa dimensão muito superior ao próprio déficit.

As Alternativas de Política Econômica a fins de 98

Até agosto passado, o governo brasileiro mantinha sua aposta no sentido de que havia uma possível solução gradualista tanto para os problemas fiscais quanto para os problemas de balanço de pagamentos. Esta aposta tinha por base duas importantes premissas. A primeira seria a de que os desequilíbrios já estavam sendo gradualmente corrigidos, seja mediante políticas (como a desvalorização real gradualista) seja pela vigorosa reação dos agentes econômicos às oportunidades e

estímulos existentes no contexto criado pelo Real. A segunda premissa, por sua vez, refletia a convicção de que as expectativas dos agentes econômicos, ancoradas na nova ordem criada pelo Plano Real, não estavam sujeitas a grandes flutuações. E mais, na medida em que eventualmente submetidas a certo grau de turbulência, poderiam ser contidas mediante o manejo (tão intenso quanto necessário) de instrumentos convencionais de política macroeconômica.

Esta última premissa equivalia a supor que a variação das expectativas não excederia certos limites. Desde o episódio russo, no entanto, esta hipótese revelou-se inadequada - e os esforços de política econômica passaram a não ser respondidos. Além disso, tudo leva a crer que a eventual ocorrência de mais um grave episódio detonaria imediatamente agressivos movimentos de defesa de ativos. Em outras palavras, as expectativas encontram-se exarcebadas, o que poderia com relativa facilidade acarretar espasmos frente aos quais o governo não conseguiria defender a economia mediante o uso dos instrumentos à sua disposição.

Face a esta realidade, o governo brasileiro optou pela tentativa de montagem de uma rede de segurança através de créditos negociados junto ao FMI, ao governo americano e outras instituições. Este é, sem dúvida, um derradeiro esforço visando evitar uma ruptura com as grandes escolhas feitas no passado recente. Por outro lado, este tipo de solução também interessa aos credores que nele vêem uma (última) chance de preservação do valor de seus créditos. Mais que isso, esta operação de resgate pode ser concebida (e já foi assim referida) como última fronteira a separar a relativa normalidade em que ainda se encontra o sistema econômico mundial de uma crise aberta e generalizada.

Para que esta opção se revele eficaz é necessário basicamente que o aporte financeiro externo atinja um montante compatível com as necessidades derivadas da cobertura do déficit de transações correntes, acrescida da soma correspondente ao vencimento de títulos e amortizações que não se consigam refinar por meio

de novos empréstimos e/ou investimento direto. É oportuno lembrar no entanto que este montante deve não apenas *ser* compatível como também *parecer* compatível com as necessidades da economia. Caso contrário a retirada de recursos do país rapidamente poderá inviabilizar a solução escolhida – e a manutenção das regras vigentes.

O que precede, a bem dizer, também fornece a possível justificativa de uma opção pelo bloqueio/impedimento do (livre) acesso ao mercado de câmbio. Neste caso se buscaria antecipar o recurso a medidas fortes que em última análise poderão revelar-se necessárias para administrar o balanço de pagamentos nos próximos anos. Um grande problema desta alternativa consiste em que as condições para que este tipo de política tenha eficácia provavelmente não mais existem no país. Concretamente, não se dispõe de um aparelho administrativo capacitado para o exercício das complexas tarefas requeridas pelo gerenciamento do câmbio e o controle dos fluxos de capital. E

não se trata apenas do desmonte da estrutura burocrática verificada nos últimos anos. Trata-se também de que os recursos necessários a este tipo de controle seriam necessariamente de natureza mais sofisticada do que no passado. Mas, a mais importante dificuldade, contudo, possivelmente se situa num outro plano. Referimo-nos ao fato de que a ampla abertura comercial e financeira criou hábitos, enraizou interesses e traduziu-se numa visão de mundo frente aos quais o restabelecimento (preventivo) de controles seria visto como intolerável. Evidentemente, isto não significa que o país não poderá voltar a praticar os referidos controles. Apenas significa que a sua adoção, caso venha a ocorrer, surgirá como consequência da traumática inviabilização da solução que está sendo tentada neste momento pelo governo.

Antônio Barros de Castro
Francisco Eduardo Pires de Souza

NOTAS

1 A exceção eram as linhas de crédito de curto prazo ao comércio exterior que, por sua característica de crédito rotativo, podiam desaparecer de uma hora para a outra, gerando uma pressão correspondente sobre as reservas internacionais do país. Não por outra razão este foi um ponto de reconhecida vulnerabilidade da

gestão do balanço de pagamentos durante o período.

2 Banco Central do Brasil, *O Regime Cambial Brasileiro*, novembro de 1993, p.17.

3 *idem*, p.19.

Universidade Federal do Rio de Janeiro