



**O BRASIL E AS CRISES  
FINANCEIRAS  
INTERNACIONAIS, 1929-2001**

**Paulo Roberto de Almeida**

# O BRASIL E AS CRISES FINANCEIRAS INTERNACIONAIS, 1929-2001

## Resumo

Ensaio analítico sobre a trajetória de crises financeiras do século XX, destacando em cada caso suas conseqüências para o Brasil. Depois de breve introdução metodológica, foram repassadas as crises de 1929, o fim do sistema de Bretton Woods em 1971, a crise da dívida externa em 1982, as turbulências das bolsas em 1987 e, depois, a sucessão de crises financeiras iniciada pela do México, continuada na Ásia e na Rússia, e que atingiu igualmente o Brasil e a Argentina entre 1998 e 2001. Combinando o método histórico com a análise econômica, o ensaio mostra como o Brasil foi respondendo a esses desafios financeiros de forma diferenciada, sem contudo romper com a dependência externa. As conclusões retomam os ensinamentos de sete décadas, destacando a atual interdependência financeira internacional e os desafios para o Brasil

## Abstract

Analytical essay on the trajectory of 20<sup>th</sup> century financial crisis, this article highlights the consequences of each of one of them to Brazil. After a brief methodological introduction, the essay goes through the 1929 crisis, the 1971 Bretton Woods System's collapse, the 1982 debt crisis, the 1987 stock markets turbulence and the financial crisis unleashed by Mexico, deepened in Asia and in Russia, and finally reaching both Brazil and Argentina from 1998 to 2001. Combining a historical methodological approach to an economical analysis, the essay shows how Brazil faced these challenges without breaking with its foreign dependence. The conclusions revisit what has been learned through seven decades, highlighting nowadays' financial interdependence and Brazil's posing challenges.

Paulo Roberto de Almeida\*

## 1. Pânicos, manias e crashes do capitalismo

A partir da segunda metade dos anos noventa, crises sucessivas começaram a abalar o sistema financeiro internacional, começando pelo México em 1994-95, continuando na Ásia, a partir de meados de 1997, estendendo-se à Rússia em agosto de 1998 e, logo em seguida, ao Brasil. Elas continuaram a manifestar-se em 2001, com uma virulência não surpreendente, desta feita em relação à Turquia e à Argentina, com novo impacto no Brasil em meados desse ano. Elas não foram as primeiras, nem certamente serão as últimas do gênero, de uma série inteira que Charles Kindleberger chamou de “manias, pânicos e colapsos” do capitalismo<sup>1</sup>.

O Brasil enfrentou esse tipo de situação de maneira recorrente em sua história, sendo possível recordar inadimplências temporárias e *defaults* negociados nos séculos XIX e XX, em diferentes momentos do regime imperial e no começo da República (à época do *funding loan* negociado com os banqueiros Rothschild pelo presidente eleito Campos Salles em 1898,

por exemplo). Lembre-se ainda a suspensão da conversibilidade do mil-réis depois da crise de 1929, as moratórias dos anos trinta, assim como as sucessivas negociações com credores e com o FMI no final da década de cinquenta e no começo dos sessenta. Destaque especial deve ser dado à crise da dívida externa do início dos anos oitenta (generalizada no conjunto da América Latina) e ao acordo com o FMI de 1998 (revisto em 1999 e novamente reativado em 2001), no quadro da crise mais ampla aberta pelas desvalorizações das moedas asiáticas e pela moratória russa.

Kindleberger elaborou uma tipologia das crises, que apresentam elementos comuns: elas partem de uma quebra no ciclo dos negócios, são precedidas por uma fase de especulação – com matérias-primas, ações em Bolsa, derivativos financeiros, cabos de fibras óticas –, passam por um período de expansão monetária que assume diversas formas – reciclagem de petrodólares, mercados de eurodólares –, culminam num pico especulativo e terminam numa crise profunda, com efeitos de contágio intensos. Atualizando Kindleberger, para inserir as crises mais recentes, e as conseqüências de cada uma delas para o Brasil, foi elaborado o quadro 1, que apresenta um esquema estilizado das crises financeiras no período 1929-2001.

Acompanhando as crises há um “emprestador de última instância”, seja ele o Bank of England, no século XIX, o Federal Reserve Board dos EUA ou as instituições financeiras internacionais da atualidade: rede de empréstimos do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). Esse emprestador, que na verdade não existe de forma permanente (pois nem o FRB é um *lender* incondicional, nem o FMI cumpre essa função na atualidade), nem sempre é economicamente eficiente, suficientemente preventivo ou (no caso do Tesouro americano) está disposto a colocar dinheiro novo (ou seja, oferecer garantia de liquidez) em todas as bolhas especulativas que se sucedem ao longo do tempo.

Segundo Kindleberger, os mercados geralmente funcionam, mas eles podem enfrentar rupturas. Quando o fazem, se requer a intervenção governamental para prover o bem público da estabilidade. O dilema é que se os mercados sabem antecipadamente que alguma ajuda virá em condições generosas, eles vão quebrar mais freqüentemente e funcionar de maneira menos eficiente. Este é precisamente o debate atual em torno do chamado *moral hazard*, ou seja, comportamentos de risco devidos à possibilidade de um “salvador” evitar o pior, por mais que os agentes se comportem de forma irresponsável.

A experiência histórica recomenda, portanto, proceder a uma visão de longo prazo e a uma perspectiva analítica que leve em consideração as diversas respostas dadas pelo Brasil às crises do capitalismo e às crises de suas finanças públicas. Este ensaio está organizado em torno de datas fundamentais, representando as turbulências

Paulo Roberto de Almeida

da economia mundial, datas paradigmáticas das diferentes crises enfrentadas pelo sistema financeiro e das crises internas e externas do Brasil, nos últimos três quartos de século da economia mundial. Segue-se uma discussão sobre as questões centrais da chamada “nova arquitetura financeira internacional” e das opções abertas ao Brasil nesse contexto.

## 2. Outubro de 1929: a grande crise

Não se tratou de uma simples crise, mas da maior crise enfrentada pelo capitalismo em toda a sua história. Ocorreu, na verdade, uma sucessão de crises, iniciada pelo *crash* da Bolsa de Nova York (a famosa quinta-feira “negra”, de 29 de outubro), com efeitos amplificados pelas políticas econômicas desastrosas adotadas pelas grandes economias. Em 1931, como consequência de problemas cambiais e do abandono do padrão ouro pelo Reino Unido, vários países da América Latina declararam a inconvertibilidade de suas moedas: sete países (Argentina, Bolívia, Brasil, Colômbia, Chile, Nicarágua e Uruguai) adotam sistemas de controles cambiais nesse mesmo ano; outros três (Costa Rica, Equador e Paraguai) o fizeram em 1932, e o México no ano seguinte, seguido pela Venezuela em 1934.

O protecionismo das economias centrais teve consequências dramáticas para os países integrados à economia mundial: o Brasil teve de desfazer-se de grandes estoques de café e os exportadores minerais (Bolívia, Chile e México) sofreram o impacto da diminuição da produção industrial. O fechamento dos mercados e a contração do comércio internacional, jogando para baixo o preço das *commodities* transacionadas, cortou pela metade a renda dos produtores da América Latina. O Brasil foi obrigado, num primeiro momento, a adiar o pagamento de suas obrigações financeiras (em 1931-33) e, depois a declarar a moratória de fato (1937), assim como tentou poupar divisas por meio de acordos de troca de produtos e de *clearing* compensado. As rupturas de pagamentos sempre foram seguidas de renegociações com os credores e nova emissão de títulos, alguns dos quais comportando deságios. O Brasil sai da zona da libra e entra na esfera do dólar, moeda de referência absoluta até a atualidade. No plano da política econômica, o governo brasileiro praticou uma espécie de keynesianismo *avant la lettre*, ao garantir a demanda pela manutenção da renda do setor cafeeiro. Os efeitos foram positivos e em meados dos anos trinta se retomava o crescimento e, com a retração de divisas, o processo de desenvolvimento industrial dada a baixa capacidade de importar.

As fontes das crises da década de trinta começam a ser corrigidas em Bretton Woods, quando são erguidos os pilares da ordem do pós-guerra, com o FMI e o Banco

Mundial (BIRD). Ao primeiro caberia administrar o sistema financeiro internacional, o que ele fez modo imperfeito, até a ruptura pelo principal garantidor de seu funcionamento, os EUA. Os governos brasileiros anteriores a 1964 mantiveram um relacionamento tempestuoso com ambas as instituições, alternando momentos de cooperação com fases de afastamento, quando não de “ruptura”, como ocorreu de maneira algo demagógica na presidência Kubitscheck.

### 3. Agosto de 1971: o fim de Bretton Woods

A origem da crise do petróleo de 1973 encontra-se na decisão adotada em agosto de 1971 pelo presidente Nixon no sentido de suspender a conversibilidade do dólar em ouro, tal como garantido na convenção constitutiva do FMI. Foi a desvinculação do dólar do padrão de Bretton Woods que causou a alta do petróleo, uma vez que a depreciação monetária da moeda norte-americana, que se seguiu à medida, representou a redução do poder de compra dos exportadores. A situação se tornou inevitável à medida em que a inflação dos EUA e o acúmulo de imensos estoques dessa moeda em poder de bancos centrais europeus e de outros países tornavam cada vez mais frágil a perspectiva de sua garantia em ouro, tendo em vista os estoques insuficientes de Fort Knox e a pouca disposição dos EUA de converter os ativos no exterior em ouro. A consequência foi o “calote” aplicado pelo Tesouro dos EUA, em contradição com os compromissos de Bretton Woods (garantia de conversibilidade das demais moedas em ouro, a partir da taxa convencionada de 35 dólares por onça de ouro).

Os choques do petróleo de 1973 e 1979 produziram ondas depressivas, mais ou menos absorvidas em função da capacidade dos importadores em reverter em seu benefício as divisas dos produtores. Os que não dispunham de bens duráveis para satisfazer a sede de demanda dos países petrolíferos — como o Brasil — endividaram-se para sustentar o nível de atividade. A baixa coordenação do regime de Bretton Woods — proibição formal de desvalorizações competitivas — foi substituída pela descoordenação absoluta, o que gerou novas necessidades de consultas e o aparecimento do G-5 e, mais tarde, do G-7. A despeito dos desalinhamentos entre as moedas, os mercados financeiros desenvolveram-se a partir desse período.

O Brasil sofreu diretamente os impactos econômicos de agosto de 1971 e de outubro de 1973, enquanto *importador de capitais* (e portanto dependente de taxas de juros altamente voláteis, a partir de então) e de *energia fóssil*, com uma alta brutal de sua fatura petrolífera. A situação agravou de maneira dramática o desequilíbrio das contas correntes e contribuiu para acelerar a inflação, domada entre 1964 e 1967. Nesse período, como revelado nos quadros 2 e 3, o Brasil abandonou a prática de

Paulo Roberto de Almeida

assinar acordos *stand-by* com o FMI – pouco cumpridos, servindo somente como garantia de empréstimos bancários – para abastecer-se nos mercados comerciais de divisas (os euromercados), recheados de petrodólares à espera de reciclagem, a juros relativamente baratos (em função da inflação).

#### 4. Agosto de 1982: a crise da dívida externa da América Latina

A crise, iniciada com a moratória mexicana de agosto de 1982 seguida logo depois pela do Brasil, foi atribuída a políticas irresponsáveis de empréstimos comerciais pouco produtivos e ao acúmulo de obrigações externas sem capacidade de pagamento, em descompasso com a progressão das exportações e a obtenção de divisas fortes. Na verdade, a responsabilidade estava fora do alcance desses países. Ela resultou, basicamente, da decisão adotada em 1979 pelo Federal Reserve de aumentar as taxas de juros, como forma de garantir recursos externos para compensar os desequilíbrios comerciais e os déficits públicos enfrentados pelos EUA: os juros saltaram de 6-8% ao ano para mais de 12 ou 14% — taxas reais de inflação na zona OCDE —, chegando, em algumas épocas a 18 ou mesmo a 21% ao ano.

Os empréstimos contraídos pelos países emergentes a taxas de juros flutuantes tornaram-se propriamente impagáveis e deram origem a *defaults* sucessivos, a começar pelo México e depois na maior parte da América Latina. Em sua defesa pode-se argüir do caráter abundante do crédito comercial oferecido pelas instituições bancárias no decorrer da década anterior, a taxas de juros “atraentes”. A conseqüência foi uma formidável reversão dos fluxos líquidos de capitais ocorrida desde a fase áurea do colonialismo financeiro, em princípios do século: os países pobres convertem-se em exportadores de capitais para os países ricos.

Como nos períodos anteriores de crise das dívidas externas na América Latina (final das independências nos anos 1820; euforia de títulos estrangeiros nos anos 1890, crise e depressão dos anos 1930), tais movimentos de capital provocaram a inadimplência dos mais expostos. Ainda assim, o FMI, o BIRD e os principais interessados do mundo desenvolvido tentaram preservar as aparências, transferindo novos recursos para o serviço da dívida, uma modalidade entre outras de socializar os prejuízos dos banqueiros privados e de evitar uma quebra generalizada do sistema bancário nesses países. No final da década, reconhecendo a incapacidade de pagamento, os países do G-7, capitaneados pelos EUA (planos Baker e Brady), chegaram ao fato inevitável da necessidade de mudança na forma de tratamento da dívida: passou então a ser aceita a aplicação de algum tipo de desconto do valor nominal (*face-value* dos títulos emitidos) ou real (via taxa de juros) dos títulos oficiais da dívida.



Paulo Roberto de Almeida

A deterioração das contas externas do Brasil não esperou a crise da dívida para se manifestar: depois de uma década de saldos negativos, em função do petróleo, agravados pelo déficit dos serviços, as contas externas conheceram, em 1980, um déficit recorde, equivalente a 6,1% do PIB, resultado que diminuiu ligeiramente em 1981 (para -4,54%), mas que voltou a agravar-se em 1982, com 6,01% do PIB. Uma tal deterioração das contas externas do Brasil não se repetiria mais pelo resto da década, a despeito de alguns anos de resultados negativos — como por exemplo em 1986, com -2,06% do PIB, o que pode ter justificado a moratória em fevereiro seguinte —, com novo agravamento dos déficits apenas a partir do Plano Real.

O ajuste feito a partir de 1982 combinou o “desincentivo” às importações e esquemas de alívio temporário das dificuldades de balanço de pagamentos. Entre 1983 e 1985, diversas cartas de intenção e memorandos de entendimentos foram firmados com o FMI, com escasso teor de cumprimento, como revelado nos quadros 2 e 3. Um acordo de facilidades estruturais (EFF, instrumento criado para paliar aos efeitos da crise do petróleo), contraído em caráter emergencial, permitiu aliviar a situação do balanço de pagamentos, mas mais de um terço dos recursos não foi sacada por não atingimento do desempenho exigido pelo acordo.

## 5. Outubro de 1987: crise das bolsas

Após alguns anos de euforia nos mercados, com a recuperação das principais economias desenvolvidas da estagflação dos anos setenta, o mundo voltou a conhecer os sobressaltos típicos das fases de turbulências financeiras do capitalismo. A queda nos títulos chegou a alcançar 22% num único dia, sinalizando para uma repetição da crise de 1929.

Não foi isso o que ocorreu, porém, a despeito de fortes tremores nas economias centrais. As variações de moedas no decorrer dos anos oitenta não corresponderam a alterações nos ciclos econômicos nacionais; mas ao desenvolvimento dos mercados financeiros, com mecanismos de hedge e derivativos que aumentaram o volume — e a fragilidade — do dinheiro circulando diariamente no sistema financeiro. Ocorreram mudanças relevantes no sistema, desde a oferta de crédito institucional da década de sessenta — dominada pelos bancos de desenvolvimento — até os derivativos dos anos noventa, passando pelo mercado de eurodólares dos anos sessenta e setenta e os “syndicated loans” dos anos setenta e oitenta. As crises e contrações dos mercados financeiros estão associadas às situações de inadimplência temporária de grandes devedores: países emergentes da América Latina e da Ásia, economias socialistas como Polônia, Alemanha Democrática e Hungria. As aplicações em bolsa se desenvolvem

Paulo Roberto de Almeida

bastante no período, conduzindo a um primeiro exemplo de “exuberância irracional” que resultaria na crise de outubro de 1987.

Os efeitos para o Brasil foram limitados, uma vez que já se vivia uma situação de descontrole inflacionário, de pouco acesso ao crédito externo e de ruptura de pagamentos. A chamada “moratória soberana” (fevereiro de 1987, seguindo-se ao controle e centralização cambiais introduzidos em 1985, no auge da crise de pagamentos) nada mais refletia senão o desequilíbrio das contas externas, em face do aumento de juros determinada pelo Federal Reserve. As bolsas também sofreram a queda dos títulos e o mercado cambial permaneceu agitado, com pressão para a modificação das paridades, a despeito do Plano Cruzado ter tentado romper com a prática inaugurada em 1967 de minidesvalorizações cambiais.

## 6. Dezembro de 1994: a crise financeira do México

Nos últimos anos do século XX, crises financeiras abalaram vários países ou mesmo regiões inteiras, pondo à prova o receituário do FMI, em especial sua adequação às dimensões de um problema identificado como mundial, qual seja, a volatilidade de capitais de curto prazo e a desproporção entre a magnitude destes últimos e as reservas dos bancos centrais. O primeiro teste desse ciclo ocorreu no caso da crise cambial do México (dezembro 1994-janeiro 1995), com efeitos regionais, em primeiro lugar na própria Argentina, mas logo em seguida também no Brasil. A situação fiscal do México não era preocupante, mas o país enfrentava alguns problemas de balanço de pagamentos (alto nível de déficit nas contas correntes, de cerca de 8% do PIB) que terminaram minando a confiança dos nacionais – antes dos estrangeiros – na capacidade do governo de sustentar a paridade do peso. Em face da incapacidade do FMI de mobilizar recursos apropriados, um pacote de US\$ 48 bilhões foi montado pelos EUA, com a cooperação mais ou menos “voluntária” de outros países do G-7. Essa crise parecia derivar da abertura excessiva ao chamado capital “volátil”, convertido repentinamente no novo vilão do sistema financeiro internacional.

Os efeitos da crise mexicana se exerceram mais em direção da América Latina do que de outros continentes, mas por um momento se pensou na ameaça de uma crise sistêmica, razão da rápida e maciça intervenção dos EUA. O relativo sucesso da operação de contenção do contágio mexicano deixou a impressão de que o problema tinha sido superado no início de 1997, a ponto de o FMI fazer previsões otimistas sobre o comportamento da economia mundial em sua reunião de abril desse ano, distribuindo fartos elogios aos países asiáticos que logo depois seriam engolfados na segunda onda de crises dos anos noventa.



Paulo Roberto de Almeida

Os efeitos foram importantes para o Brasil. O primeiro Governo Fernando Henrique Cardoso, eleito em outubro de 1994 em virtude do sucesso do Plano Real, iniciou sua gestão com um desafio externo de grande amplitude: a manutenção da estabilidade cambial, o que foi obtido mediante ajuste na política de valorização cambial do período inicial do programa de estabilização. Introduziu-se o sistema de bandas e a prática de correções ou ajustes dentro da banda, de maneira a compensar parte da erosão inflacionária e a valorização de fato pela qual passou o Real a partir de sua introdução nos segundo semestre de 1994.

## 7. Julho de 1997: a crise das economias emergentes da Ásia

A crise asiática de 1997-1998, que se disseminou de forma diferenciada em diversos países da região, não apresentou as mesmas características da crise mexicana. Ela se deu no bojo de um processo de crescimento não inflacionário e de manutenção de políticas fiscais relativamente responsáveis. Tratou-se, portanto, de uma “caixa de Pandora”, pois os países da região eram até então louvados como exemplos de boa gestão pública e de bom desempenho na manutenção de altas taxas de poupança, de investimento e de crescimento, com grande inserção econômica externa. Seus efeitos sobre outras regiões foram diferenciados segundo a percepção de riscos implícitos do ponto de vista da solidez das economias, imediatos no caso da América Latina e mais delongados em outros países, provocando ainda assim efeitos devastadores sobre alguns grandes atores emergentes, como Rússia e Brasil.

A desvalorização da moeda da Tailândia (julho de 1997) deu início a uma corrida contra as demais moedas da região, provocando um efeito dominó, com impactos na Malásia e na Coreia, em setembro e dezembro, e na Indonésia, em fevereiro de 1998, provocando a queda da ditadura Suharto. Etapa importante no processo de propagação da crise foi o ataque contra o dólar de Hong-Kong (outubro de 1997), que quase colocou em colapso o *currency board* mantido pela ex-colônia britânica, reincorporada à China no primeiro semestre desse ano. A crise asiática assumiu contornos políticos com as turbulências na Indonésia, cujos efeitos foram devastadores, uma vez que a inadimplência de devedores locais (empresas, bancos e mesmo o próprio governo) precipitou a falência de casas bancárias no Japão, em Hong-Kong e na Coreia, países com instituições mais expostas à crise de liquidez e à desvalorização cambial (em alguns casos superior a 80%). A depressão da economia japonesa – desde o início dos anos noventa, quando estourou a “bolha especulativa”, financeira e imobiliária – dificultou a retomada do crescimento em vários de seus parceiros, colocando em perigo

Paulo Roberto de Almeida

a continuidade do desenvolvimento em estilo asiático (mobilização agressiva da poupança privada e elevadas taxas de investimento de capitais de risco).

A gestão da crise asiática pelo FMI foi criticada dentro e fora da região, não apenas no que se refere às políticas recomendadas — como a contração fiscal, por exemplo — como também sua dosagem e aplicação. Mas a gravidade da situação da Indonésia, por exemplo, explica-se também por um potencial de conflito político propriamente interno. Os pacotes de ajuda montados numa primeira fase pelo FMI seguiram essencialmente o modelo clássico, provocando um certo agravamento das condições macroeconômicas, ao propor um forte ajuste fiscal em todos eles, mas de forma geral foi enfatizada a necessidade de correção dos desequilíbrios externos, particularmente graves nos países mais afetados.

Para evitar o contágio do ataque contra Hong Kong, o Brasil aumentou os juros e adotou medidas com moderado impacto fiscal. Elas se revelaram momentaneamente eficazes, na medida em que foram evitados ataques especulativos contra o Real, desestimulados também por um nível elevado de reservas cambiais. Os mercados financeiros parecem ter julgado, no entanto, que seu caráter não foi forte o suficiente, razão pela qual a política de acumulação de reservas pelas autoridades monetárias foi perseguida com especial denodo a partir de então: num determinado momento, no primeiro semestre de 1998, o Brasil detinha cerca de 70 bilhões de dólares de reservas. Em todo caso, os juros no Brasil continuaram a ser diminuídos na seqüência da crise asiática, mas tiveram de ser novamente aumentados quando da moratória da Rússia e em função de desdobramentos mais graves da crise financeira.

## 8. Agosto de 1998: a crise da Rússia e seus efeitos no Brasil

Em meados de 1998, a crise alcançou a Rússia, que vivia um processo mal sucedido de transição do socialismo ao capitalismo. A moratória decretada em agosto, em plena crise de governabilidade e de desvalorização do rublo, levou ao retraimento das aplicações e linhas de crédito colocadas nos países emergentes, abrindo uma crise de confiança que ameaçou deslanchar uma crise sistêmica. A nova onda teve repercussões imediatas em outras regiões, em especial no Brasil, que assistiu a saídas maciças de capitais de curto prazo e a uma diminuição do volume de crédito voluntário oferecido pelas instituições privadas.

Os principais elementos da segunda, ou terceira, onda de crises são conhecidos. A Rússia mantinha grande parte de sua dívida interna denominada em dólar, atraindo capitais com base em altas taxas de juros e dos rendimentos baseados em títulos do

governo. A liberalização financeira conduzida no quadro de uma privatização caótica levou ao acúmulo de obrigações externas sem garantias de resgate, a não ser a continuidade do programa de ajuste conduzido por autoridades reformistas com o apoio do FMI e do G-7. Ao instalar-se a crise política, com a demissão do governo, seguiu-se a quebra da confiança na capacidade das novas autoridades em manter a estabilidade da moeda. Após tentativas custosas de se manter a paridade do rublo, submetido a ataques especulativos a partir de junho de 1998, o governo deixou a moeda flutuar, o que representou níveis espetaculares de desvalorização.

Em 11 de agosto, sem reservas em moedas fortes e com as taxas de juros em níveis estratosféricos, o governo russo decretou a moratória unilateral sobre a dívida das empresas privadas — cerca de 40 bilhões de dólares — e sobre a dívida interna — 32 bilhões —, o que representou um confisco sobre os investimentos estrangeiros, em especial de bancos europeus. Os protestos foram imediatos, mas não havia outra solução em vista. Os efeitos da moratória foram devastadores, com a retirada em pânico dos capitais remanescentes, não apenas na Rússia — de toda forma congelados durante 3 meses — mas sobretudo nos mercados emergentes, em especial no Brasil.

Em função da gravidade do caso russo, o sistema internacional conviveu durante alguns momentos, talvez mesmo durante semanas inteiras, com a ameaça de um colapso de outros países emergentes, o que levou a reuniões de emergência das autoridades financeiras do G-7 e do FMI. A situação da Ásia continuava a ser preocupante e, dentro dela, a irritante inação do Japão em combater sua própria recessão interna. Na América Latina, ademais dos problemas de perda de competitividade comercial, continuaram as preocupações com a saúde financeira da região, sobretudo depois que a Colômbia operou uma “midi-desvalorização” de surpresa (felizmente bem sucedida). O México também teve de administrar um processo moderado de desvalorização do peso, situação igualmente enfrentada pelo Chile. Mas, foi no Brasil que o impacto foi mais dramático: o País teve de implementar às pressas um novo pacote de ajuste fiscal, desta vez extremamente consistente, colocando-o em vigor paralelamente à implementação de um acordo de novo tipo com o FMI e as autoridades financeiras do G-7.

## 9. Novembro de 1998: o acordo do Brasil com o FMI e o G-7

Um pacote monitorado pela instituição (em lugar do simulacro de “ajuste fiscal” de um ano antes) foi a condição para se lograr uma ajuda financeira do FMI e de países-membros do G-7 e do BIS. Essa ajuda inaugurou uma nova modalidade de intervenção

Paulo Roberto de Almeida

das instituições financeiras, já que se tratava de disponibilizar recursos para reforçar as reservas do Brasil em caráter preventivo, ou seja, antes que se manifestasse uma inadimplência de fato, seguida de eventual decretação de moratória, como no caso da Rússia. Essa ajuda antecipou a utilização da *Supplemental Reserve Facility* (SRF), instrumento de crédito inovador, pois que destinado justamente a evitar a sustentação pós-crise dos desajustes de balanço de pagamentos.

A montagem de um esquema de sustentação em favor do Brasil tornou-se inevitável quando, no bojo das crises asiática e russa, os capitais de empréstimo e os créditos tornaram-se repentinamente escassos, operando-se, ao contrário, uma retirada em massa de volumes consideráveis de recursos antes aplicados de forma voluntária na economia brasileira. As reservas começaram a diminuir de forma dramática, de US\$ 72 bilhões no período anterior à crise russa para menos de 40 bilhões em novembro de 1998. A dependência financeira do Brasil ficou evidenciada a partir de 1996, quando o déficit nas transações correntes atingiu 3,27% do PIB, de um patamar confortável de aproximadamente 0,3% no começo do Plano Real. Em novembro de 1998, o déficit acumulado em doze meses atingia US\$ 34 bilhões (4,43% do PIB), colocando em relevo a necessidade de um montante suplementar de recursos, adicionalmente aos investimentos diretos e ao dinheiro das privatizações (que em 1998 atingiram, de forma conjunta, um volume recorde de 24,5 bilhões de dólares).

Pelo pacote de ajuda (cuja estrutura é apresentada no quadro 4), o Brasil se habilitou a receber cerca de US\$ 20 bilhões no espaço de três meses e até 32 bilhões no prazo de um ano, do FMI e de membros do BIS, ademais de US\$ 9 bilhões das instituições multilaterais de crédito (BIRD e BID). Ele se comprometeu a manter a disciplina monetária e preservou intacta sua política cambial, baseada num regime flexível de desvalorizações dentro de uma banda de flutuação administrada pelo Banco Central. O regime cambial seria, em janeiro de 1999, radicalmente alterado em sua forma de funcionamento, no decorrer da crise do modelo implantado em julho de 1994 e ajustado em abril de 1995, adotando-se a partir de então um regime de flutuação. O caráter original do pacote das instituições internacionais e do grupo de 20 países se situou em seu caráter híbrido, concebido parcialmente como acordo *stand-by* clássico e, de maneira inédita, como um instrumento de tipo preventivo, podendo ser acionado sem as condicionalidades associadas a esse tipo de acordo. Em outros termos, parte dos recursos foi liberada para integrar as reservas do Brasil, independentemente da necessidade de cobertura de obrigações cambiais imediatas. As etapas mais significativas do relacionamento do Brasil com o FMI no período recente (1992-2001) encontram-se sintetizadas no quadro 5.

## 10. Abril de 2000: o Brasil dispensa a ajuda do FMI

A recuperação econômica brasileira, na esteira da desvalorização cambial de janeiro de 1999, foi bem sucedida, pelo menos para os padrões das agências de avaliação de risco (*rating agencies*) e em comparação com as previsões catastróficas quanto ao comportamento da economia ao longo do ano feitas naquela conjuntura pela maior parte dos analistas. Com efeito, naquela oportunidade, as estimativas de regressão econômica iam de -1% a -5%, com cifras ainda mais calamitosas na vertente inflacionária (estimativas de 25 a 50%, ou mesmo 80%, em 1999). A crise estendeu-se aos parceiros do Mercosul, com o recrudescimento de pressões protecionistas na Argentina e a queda, pela primeira vez em oito anos, dos fluxos de comércio intrarregional. Grupos de pressão na Argentina, sustentados mais ou menos discretamente por funcionários de bancos e agências internacionais, começaram a colocar na agenda econômica a perspectiva da dolarização completa de seu sistema monetário, depois que o próprio Presidente Menem aventou a hipótese como alternativa a uma desvalorização e o conseqüente abandono do Plano de Conversibilidade implementado em 1991 pelo então ministro de Economia, Domingo Cavallo.

A desvalorização de mais de 60% da moeda brasileira (de 1,22 reais por dólar para cerca de 2,20 em fevereiro e março de 1999) foi revertida ao longo do ano, caindo para pouco mais de 30%, o que, descontando-se o impulso inflacionário e a erosão do dólar, conformou um limite aceitável de ajuste cambial. Invertendo uma tendência de quase seis anos de déficit na balança comercial, o comércio exterior brasileiro começou a mostrar sinais de recuperação no final de 1999 e início de 2000. No plano dos investimentos diretos estrangeiros, assistiu-se a uma expansão notável no decorrer de 1999, com mais de 31 bilhões de dólares de ingressos efetivos (não necessariamente ligados a privatizações de empresas públicas, cujas receitas constituíram boa parte dos fluxos nos anos anteriores). No final de 1999, a economia já havia se recuperado relativamente bem, e parecia orientada, em 2000, para uma fase de crescimento sustentado no período subseqüente, na faixa de 4 a 5% de expansão do PIB.

Os sinais mais consistentes da trajetória de recuperação foram dados em março e abril de 2000, quando o Banco Central anunciou a queda da taxa de juros, para níveis considerados compatíveis com as condições de mercado e a percepção do chamado “risco Brasil” (18,5%), e a decisão de se efetuar o pagamento antecipado dos desembolsos realizados no âmbito do pacote acordado em 1998. Do total de US\$ 41,5 bilhões colocados à sua disposição, o Brasil tinha feito uso, até março de 2000, ademais de US\$ 6,5 bilhões do BIRD e do BID (de mais longo prazo), de 20 bilhões em recursos

Paulo Roberto de Almeida

emergenciais de curto prazo, o que constituiu uma reversão de expectativas poucas vezes vista na história do FMI.

Com efeito, depois de ter efetuado lançamentos bem sucedidos de *global bonds* nos primeiros meses de 2000, o governo decidiu dispensar a utilização dos créditos oficiais, integralizando, em abril desse ano, o pagamento de mais de 10 bilhões de dólares devidos ao FMI e ao BIS, e suspendendo temporariamente a utilização dos créditos colocados à sua disposição. Na mesma oportunidade, o Brasil logrou reduzir o nível mínimo exigível de reservas cambiais como garantia para a implementação do pacote de ajuda financeira, trazendo-o para o montante de 25 bilhões de dólares, da cifra anterior de 29 bilhões. Ao dispensar esses recursos, o Brasil reteve, contudo algumas linhas de crédito dos bancos multilaterais de desenvolvimento, não apenas porque esses fundos não estavam vinculados a projetos específicos, mas também porque seu custo era bem mais aceitável do que as taxas cobradas pelos recursos emergenciais preventivos, cuja “filosofia financeira”, determinada pelos EUA, era justamente a de tornar sua utilização “punitiva”.

Em meados de 2001, contudo, com o agravamento da crise argentina e o aparecimento de novas incertezas nos mercados financeiros mundiais, o Brasil decidiu retirar uma nova “fatia” de sua linha de crédito *stand-by* ainda aberta junto ao FMI, agregando perto de 2 bilhões de dólares às disponibilidades liberadas pelo programa de assistência financeira contraído em 1998. Ao mesmo tempo a Argentina lutava para reforçar seu próprio pacote de apoio financeiro, contraído com a instituição em dezembro de 2000, mas visto com reticência pela nova administração do Presidente George W Bush que tomou posse em janeiro seguinte.

## 11. Julho-Agosto de 2001: a crise argentina e o retorno do Brasil ao FMI

A Argentina foi apresentada, durante a maior parte dos anos noventa, como uma espécie de país modelo da estabilização bem sucedida e da abertura neoliberal da economia. Sem ter passado por uma experiência de proporções “mexicanas” na sucessão de crises financeiras dessa década, e tendo conduzido processos radicais de abertura econômica, de liberalização comercial e de privatização de ativos públicos, a Argentina parecia ter entrado numa fase de expansão produtiva e de modernização tecnológica, rompendo assim com décadas inteiras de retrocesso contínuo de seu sistema econômico e social. Apesar das fragilidades do regime de paridade da Lei de Conversibilidade (maio de 1991), o sistema de câmbio fixo permitiu romper com a possibilidade legal de se dobrar às antigas pressões emissionistas de origem política



Paulo Roberto de Almeida

que estiveram na origem de surtos hiperinflacionários que traumatizaram a sociedade argentina no final dos anos oitenta. Com a volta do crescimento, a Argentina atraiu significativos montantes de capitais externos, também interessados nas lucrativas oportunidades de aquisição de ativos públicos a preços relativamente modestos, quando comparados aos valores do modelo de privatizações por leilões conhecido na experiência brasileira dessa mesma época. A expansão do comércio no âmbito do Mercosul, a abertura econômica e a relativa valorização cambial conhecidas no Brasil também contribuíram para sustentar um modelo de estabilização e um regime de câmbio que poucos países ousavam implementar, em virtude de sua rigidez monetária e das reduzidas alternativas de ajuste (que redundavam na recessão ou no desemprego). A memória dramática da inflação sem controle sustentou psicologicamente a opção pelo câmbio fixo durante toda a década, mesmo ao custo de uma perda de competitividade plenamente visível em face das alternativas de ajuste no regime de câmbio estável mas ajustável do Brasil. Em todo caso, a Argentina realizou uma dolarização de fato, antes que o próprio presidente Menem agitasse de maneira algo demagógica uma suposta ameaça de dolarização de direito, em caso de eventuais propostas em favor do abandono do regime da conversibilidade.

Os custos em termos de competitividade foram se acumulando, ameaçando as bases do crescimento, num momento em que os mercados e os detentores de capitais, escaldados pelas perdas enfrentadas na Ásia e na Rússia, se tornaram bem mais exigentes em matéria de *good fundamentals*. Fragilizada por um regime federal que, como no Brasil, dá uma margem de liberdade (e de irresponsabilidade) a governadores vocacionados para o gasto político, a Argentina não logrou completar seu processo de ajuste fiscal de maneira a interromper o processo de dependência financeira externa, o que veio a agravar-se na seqüência da desvalorização brasileira de janeiro de 1999. Daí também a forte demanda argentina, ao lado das sugestões de dolarização unilateral integral, por um regime cambial que amarrasse a paridade do real ao comportamento do peso, o que, aos olhos das autoridades brasileiras, era claramente incongruente com as condições do processo econômico em ambos os países, feito de baixa credibilidade na capacidade dos dois países de sustentar uma moeda estável e dotada de poder de compra efetivo em relação à alternativa norte-americana.

Abriu-se uma fase de dúvidas sobre a capacidade argentina de enfrentar as fragilidades fiscais e a insuficiência de competitividade externa (não de todo explicável pela valorização cambial, como os exemplos alemão e japonês tinham demonstrado). O clima de desunião política e as desconfianças em relação à capacidade do Mercosul de superar esses problemas ajudaram a minar a confiança na faculdade do país de honrar compromissos financeiros, de retomar o crescimento e de manter o equilíbrio

Paulo Roberto de Almeida

das contas públicas. Até meados de 2000, pelo menos, a “crise” do Mercosul era mais uma crise de políticas econômicas dos países membros individualmente, do que propriamente uma crise do sistema integracionista do Mercosul. As medidas protecionistas setoriais e a adoção de dispositivos não negociados de salvaguarda comercial, ademais da tendência à introdução de regimes aduaneiros desalinhados com a vocação integracionista do bloco, terminaram por minar o jogo quadrilateral, abrindo então uma crise de confiança no futuro da integração regional. Na ausência de mecanismos de coordenação estritamente definidos institucionalmente, o Mercosul começou a sofrer um processo lento mas discernível de “implosão aduaneira”, com perfurações cada vez mais freqüentes da tarifa externa comum e ataques aos regimes de convergência estabelecidos ao final da primeira fase de transição (1994). Projetos de “relançamento” do Mercosul, bem como acordos em torno de um regime de metas calendarizadas para a coordenação subregional de políticas macroeconômicas – uma preparação a um futuro “mini-Maastricht”, como anunciado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso – não tiveram condições de inverter o ciclo depressivo da economia argentina.

O ministro Cavallo, chamado no início de 2001 a responder pela área econômica, desde seu afastamento na segunda metade dos anos noventa, não conseguiu restabelecer o clima de confiança interno e externo, a despeito de ter procurado evitar o brutal ajuste fiscal prometido por seu imediato antecessor, tal como demandado aliás pelas chamadas “forças de mercado” e pela autoridades do FMI. Dotado de personalidade impulsiva, ele pode ter, ao contrário, contribuído para a agravamento da situação, ao introduzir, em maio desse ano, os primeiros elementos de flexibilização cambial – mediante a incorporação do euro – no regime de conversibilidade absoluta e de referência exclusiva ao dólar que ele mesmo tinha implementado exatos dez anos antes. A percepção de que poderia estar em curso o abandono da paridade fixa deu início a um processo de fuga de capitais que apenas antecipa a derrocada do modelo de *currency board*, seguido com tanto denodo pela Argentina na última década.

Para o Brasil, a deterioração argentina, combinada a problemas conjunturais – crise energética, denúncias de corrupção política – e a dificuldades de natureza estrutural – como a falta de competitividade externa, a despeito da desvalorização – representou uma ameaça real ao equilíbrio de um ciclo que vinha prometendo uma fase virtuosa, depois de anos de baixo crescimento e de correção de desequilíbrios fiscais. A política monetária, confrontada uma vez mais à ameaça de pressão inflacionária – em função da queda no câmbio – teve de fazer apelo novamente à prática dos juros altos, como forma de evitar a fuga de capitais. Nessas condições,

começou a delinear-se a continuidade do programa de assistência financeira do FMI, que normalmente deveria encerrar-se em novembro de 2001. Tal decisão foi implementada em agosto desse ano, mediante novo acordo *stand-by* prevendo a liberação de mais US\$ 15 bilhões, para reforço de reservas internacionais e garantia contra novos ataques especulativos contra o real. Pela utilização desse empréstimo, o Brasil pagará entre 4,5% e 5% de juros anuais por 25% do valor do empréstimo e 7,5% pelo restante.

Esse oferecimento de novo empréstimo por parte do FMI – equivalente a cerca de 400% da cota do Brasil junto ao Fundo e válido para o período de setembro de 2001 a dezembro de 2002 – deveria permitir cobrir parcialmente as necessidades em divisas decorrentes do serviço da dívida, da amortização de títulos que venham à maturidade nesse período, bem como outras necessidades da balança de transações correntes, se os investimentos diretos não atingirem patamares satisfatórios em termos de volume e ritmo de entrada. Somados aos recursos já disponíveis nas próprias reservas do País, bem como aos fluxos e disponibilidades das instituições multilaterais de crédito, esse montante deveria dar mais segurança à administração das contas públicas e externas do Brasil.

A Argentina, por sua vez, conseguiu obter do FMI, em setembro de 2001, uma ampliação de seu programa em 8 bilhões de dólares, elevando em quase 22 bilhões os montantes acordados em dezembro de 2000. Desse total, o Fundo colocou à disposição imediata da Argentina 6,3 bilhões de dólares, dos quais 5 bilhões correspondentes ao novo crédito e o restante do último lote do programa anterior. Um total de 3 bilhões de dólares do novo empréstimo seriam desembolsados ao longo de 2002, com vistas a contribuir para uma operação voluntária e baseada no mercado para melhorar o perfil da dívida pública argentina, que representava, em 2001, 128 bilhões de dólares (ou 45% do PIB).

## 12. Setembro de 2001: as consequências econômicas do terrorismo

Os ataques terroristas cometidos contra as torres do World Trade Center, em Nova York, e contra o Pentágono, em Washington, no dia 11 de setembro, encontraram a economia americana já tecnicamente em situação de recessão. As consequências imediatas dos ataques foram o fechamento dos mercados financeiros, de valores e de futuros operando a partir de Wall Street, a interrupção das bolsas de mercadorias de Nova York e de Chicago e, pela primeira vez em mais de setenta anos de aviação comercial, a suspensão das operações em todos os aeroportos dos EUA. As

Paulo Roberto de Almeida

conseqüências econômicas mais graves apontavam para o recrudescimento das tendências recessivas da economia dos EUA e para uma retração geral nos mercados financeiros, agregando dramaticidade ao quadro de desaceleração já experimentado na Europa e de virtual estagnação da economia do Japão.

O cenário da depressão dos anos trinta despontou no horizonte. Na abertura dos mercados, com uma queda dos valores negociados estimada em 14%, Wall Street viveu a sua pior semana em 68 anos, desde julho de 1933, quando os valores também tinha caído em níveis assustadores. Relativamente ao pico alcançado em março de 2000, o índice Dow Jones declinou cerca de 30%, ao passo que o índice Nasdaq (com ênfase na chamada “nova economia) caiu 72%. Os empregos perdidos se situavam na faixa de dezenas de milhares – sobretudo nas empresas de aviação, de turismo, aeroespaciais), com um aumento previsto na taxa de desemprego de 4,9% (agosto de 2001) para perto de 7% no primeiro trimestre de 2002. Consciente do desafio enfrentado, o governo conservador do presidente George Bush decidiu colocar de lado suas conhecidas restrições ideológicas à intervenção do Estado na economia em troca de um pacote de medidas de inspiração keynesianos, que se aproximava de um estímulo financeiro estimado em 100 bilhões de dólares.

Os atentados de setembro de 2001 não resultaram em uma crise financeira como as demais aqui analisadas, mas representaram um declínio temporário dos mercados, tendência agravada pela ruptura súbita das praças financeiras de Nova York e pelo aprofundamento da crise setorial em certas indústrias e serviços. As tendências recessivas nas economias globais provocam efeitos nefastos nas economias emergentes, em proporção de sua dependência direta desses mercados. Países como o México (80% das exportações para os EUA) ou a Venezuela são mais suscetíveis de sentir o impacto da recessão, ao passo que para o Brasil, a Argentina ou a Turquia as conseqüências são de ordem financeira, dada a fragilidade externa.

Os mercados financeiros devem passar por mudanças, com a venda de ativos e o desvio, por parte dos fundos de pensão e investidores institucionais, para papéis de menor risco, como os títulos do Tesouro americano. Nesse sentido, as perspectivas para o Brasil apareciam como bastante negativas nas semanas seguintes aos atentados, uma vez que não apenas diminuiriam os fluxos de investimento direto para as economias emergentes, como se tornariam mais difíceis – e mais caras – as opções nos mercados de títulos e de emissões soberanas. A volatilidade dos mercados financeiros se acrescentaria, pois, à diminuição das perspectivas de crescimento econômico nessas economias (agravada, no caso brasileiro, pela crise energética), com um possível aumento dos índices de “risco-país” e das possibilidades de inadimplência temporária, em vista do nível anormalmente elevado das obrigações externas, em termos de juros, lucros e amortizações.

### 13. Lições da crise: a interdependência financeira internacional

Que lições podem ser retiradas das crises financeiras internacionais dos anos noventa e início do novo milênio? Como pode a comunidade internacional conviver com a realidade dos capitais voláteis e que tipo de medida poderia servir para combater seus efeitos indesejados? Pode-se pensar na introdução de mecanismos e instrumentos para controlar os movimentos de capitais, a exemplo do que se fez na Malásia no auge da crise e do que propõe a “Tobin tax”, um hipotético imposto sobre os capitais especulativos? Os programas de ajuste do tipo dos propostos pelo FMI são convenientes ou resguardam a soberania nacional?

A opinião de esquerda prefere ver as “raízes estruturais” das crises na volatilidade de capitais e na instabilidade dos mercados financeiros, numa era de globalização incontrolada e de capitalismo predatório, propondo em consequência o retorno aos controles de capital e à centralização cambial, com tendências explícitas ao protecionismo comercial. Os próprios responsáveis do G-7 reconhecem que se deve propor medidas concretas para diminuir os eventuais efeitos nefastos da globalização, que não é recusada, mas que tenderá doravante a ser promovida de maneira mais cautelosa, pelo menos na vertente financeira.

No que se refere à “Tobin tax”, proposta pela esquerda, a condição essencial de sua eficácia parece residir em seu caráter universal, o que pode ser difícil de assegurar. Medidas para “controlar” capitais voláteis, a exemplo do que se tentou na Malásia, nem sempre são eficazes, cabendo aos próprios países interessados diminuir a dependência de fundos de curto prazo, equilibrar sua base fiscal e orçamentária e corrigir eventuais distorções cambiais ou de competitividade que podem afetar o estado das transações correntes. O debate sobre a “nova arquitetura do sistema financeiro internacional” sugere medidas preventivas e de correção dos principais desequilíbrios associados à globalização dos fluxos financeiros, mas dificilmente se pode eludir a necessidade de que cada país mantenha a boa gestão de seus *fundamentals*.

Uma consulta aos trabalhos e declarações do G-7 e das instituições financeiras no período anterior à crise e no seu seguimento imediato revela a preocupação com ameaças localizadas de desestabilização que poderiam representar riscos de crises sistêmicas. No período subsequente, foram acelerados os debates e tomadas providências práticas em diversas áreas: no próprio FMI, através de um sistema de disseminação de dados por meio da Internet e de fundos emergenciais; no BIS, pela revisão e reforço das medidas prudenciais relativas a créditos e empréstimos bancários. Ampliou-se também o sistema de consultas e de “prevenção” em várias esferas: no próprio G-7, no G-10, na OCDE e em encontros informais, como o esforço patrocinado

Paulo Roberto de Almeida

pelos EUA no âmbito do G-22, congregando os países dos G-7 e de quinze outras economias emergentes (entre elas o Brasil) na definição de uma “nova arquitetura do sistema financeiro internacional”. Em outubro de 2000, o novo Diretor-Gerente do FMI, Horst Kohler, convidou um seleto grupo de consultores informais, entre eles o presidente do Banco Central do Brasil, para participar de um esforço de reflexão dedicado à revisão da atuação do Fundo no setor financeiro e de mercado de capitais.

Um aspecto eventualmente “positivo” dessas crises financeiras pode ser localizado no reforço das tendências à cooperação internacional em matéria regulatória — como revelado no programa de trabalho do G-20, nova instância de coordenação informal de medidas tendentes a reformar, consensualmente, a chamada “arquitetura financeira internacional” — e, em termos práticos, na nova legitimidade atribuída às medidas de intervenção nos mercados. A implementação de “fundos de contingência” de âmbito regional sempre foi recusada pelos países do G-7, uma vez que isso poderia aumentar o *moral hazard* na condução das políticas macroeconômicas nacionais e das próprias estratégias de *lending* das instituições privadas.

Os esquemas de cooperação impulsionados pelo FMI no terreno institucional e pelo BIS, nos campos prudencial e de prevenção e diminuição de desequilíbrios nos sistemas financeiros nacionais, visam diminuir os riscos de crises sistêmicas, sem impedir os benefícios da globalização, da liberalização e da competição. A ideologia do chamado “consenso de Washington” continua a ser a da liberalização dos fluxos de capitais, mesmo se se reconhece, atualmente, a necessidade de “salvaguardas” adequadas a movimentos erráticos e desestabilizadores. As críticas formuladas contra o FMI refletem, paradoxalmente, um “consenso” entre a esquerda indignada e a direita isolacionista e “liberal” à *outrance*, ambas interessadas em solapar o “poder”, a seus olhos irresponsável e usurpado, que deteriam as instituições financeiras internacionais em geral e o FMI em particular.

Embora bem-vindas de um ponto de vista conceitual, pois que servindo a aperfeiçoar os parâmetros analíticos e prescritivos do receituário do FMI, essas críticas não apresentam muito valor operacional, uma vez que, não há, no momento atual, nenhuma alternativa mais adequada ao papel desempenhado pelo FMI em casos de desequilíbrio temporário de balança de pagamentos. Pode-se contudo pensar, no médio prazo, numa mudança em sua forma de atuação, o que poderia ser facilitado pela nova convergência de interesses entre países do G-7 e mercados emergentes em torno de uma agenda que recusa as formas mais extremadas de liberalização dos mercados financeiros (a recusa do “fundamentalismo de mercado”, como criticado pela esquerda). Não se descarta, contudo, a necessidade de serem mantidas políticas sólidas na áreas fiscal, monetária e cambial, assim como a continuidade das políticas de



aperfeiçoamento dos sistemas de vigilância e de administração de crises localizadas nos sistemas financeiros e bancários (com a eventual aplicação do princípio do monitoramento, pelo FMI e pelo BIS, dessas medidas prudenciais), como garantia da manutenção de um equilíbrio estável em suas economias.

## 14. O Brasil e a crise financeira internacional

As turbulências observadas nos mercados financeiros em 1997 e em 1998, e novamente em ação, ainda que de forma moderada, no primeiro semestre de 2001, testaram no mais alto grau a capacidade das autoridades econômicas do Brasil de lidar com os efeitos sistêmicos da volatilidade dos capitais, potencialmente suscetíveis de abalar os fundamentos da política monetária e principalmente as condições de equilíbrio de uma balança de pagamentos fragilizada pelos déficits crônicos das transações correntes. A consequência mais importante foi, sem dúvida alguma, o abandono da política de estabilidade cambial em 15 de janeiro de 1999 e a adoção, desde então, de um regime de flutuação da paridade do real, cujos parâmetros não mais seriam definidos por uma banda de flutuação, mas por uma suposta atuação livre dos mercados (com intervenções pontuais das autoridades monetárias em caso de necessidade). Numa primeira fase, o Plano Real e a política das autoridades financeiras de ajuste ortodoxo passaram por um severo teste, considerando-se os custos temporários e setoriais introduzidos pelos “pacotes fiscais” e pelo aumento brutal dos juros em matéria de redução das expectativas de crescimento e de diminuição das condições de investimentos e, portanto, de geração de empregos, para o conjunto da economia brasileira. Numa segunda fase, a nova política de metas inflacionárias (*inflation targeting*) foi submetida a estreito monitoramento por parte dos mercados e analistas especializados, podendo-se dizer que os resultados foram bem melhores do que o esperado.

Em todo caso, o Brasil terá de continuar administrando essa agenda interna de ajuste fiscal e de redução monitorada das taxas de juros, ao mesmo tempo em que lida com as novas demandas externas em matéria de coordenação das políticas econômicas no âmbito do Mercosul e de abertura continuada de seu sistema econômico, em especial no setor financeiro. Observe-se em todo o caso que o Brasil, apontado em diversas ocasiões, como *the next one* das turbulências financeiras, saiu-se relativamente bem nos exercícios de contenção de crises bancárias, sobretudo porque suas autoridades financeiras tiveram a coragem de, recusando o debate “ideológico”, se colocar “contra a corrente” da aparentemente majoritária *mainstream economics* no que se refere à liberalização financeira e dos movimentos de capitais. Foram mantidos,

Paulo Roberto de Almeida

por exemplo, mecanismos de controles de capitais a serem utilizados em situações emergenciais, como de resto as autoridades financeiras continuam a manipular instrumentos suficientes (depósitos compulsórios, por exemplo, ou aumento da taxa temporária via IOF) para contrabalançar movimentos bruscos na base monetária.

Durante o período de estabilização cambial, a fragilidade do déficit externo foi em parte contrabalançada com a qualidade das entradas de capital de risco, para investimento direto e participação no processo de privatização. A continuidade dos programas de privatização e de reforma do Estado, a dimensão do mercado interno e do Mercosul e a participação crescente em foros e negociações econômicas relevantes têm confirmado o Brasil como um dos mercados emergentes mais atrativos para o investidor internacional. Por certo, os déficits fiscal e de transações correntes e o alto endividamento interno podem representar ameaças à economia brasileira, mas as oportunidades crescentes derivadas do processo de crescimento endógeno, da ampliação do mercado doméstico e do reforço da integração no Mercosul, bem como um entendimento correto com as instituições de Bretton Woods parecem descartar, se não os riscos concretos de novas turbulências financeiras ou cambiais, pelo menos os efeitos mais nefastos da volatilidade dos fluxos de capitais. Os acordos definidos com o FMI em 1998 e novamente em 2001 estabeleceram o comprometimento das autoridades com uma rápida implementação e continuidade do programa de ajuste fiscal, como condição para a concessão de ajuda financeira pelas instituições financeiras e por países do G-7.

Em resumo, como poderia o Brasil manter uma participação positiva nos debates em curso na agenda financeira internacional, em especial no que se refere à definição de uma “nova arquitetura do sistema financeiro internacional”? Uma das respostas parece ser a tradicional recomendação da *mainstream economics*: continuar fazendo seu “dever de casa” em matéria de ajuste fiscal, de melhoria dos *fundamentals* e capacitar-se, pelo seu próprio exemplo de continuidade da política de estabilização, a oferecer um exemplo positivo de monitoramento satisfatório da economia com continuidade do processo de crescimento. A capacidade do Brasil de influenciar a definição mesma dos novos mecanismos de estabilização da economia mundial e, sobretudo, de participar de sua implementação efetiva é manifestamente reduzida, mas o controle das nossas próprias turbulências já representa, por si, uma contribuição significativa para a continuidade do processo de integração regional no Mercosul e do “bom comportamento” da economia latino-americana.

Em todo caso, não há reações claramente delimitadas e unívocas. Tudo depende do grau de *exposure* do País e dos riscos percebidos, tanto pelos investidores estrangeiros, como pelos próprios agentes nacionais, que são aliás os primeiros a buscar

a segurança das aplicações em moedas fortes em centros financeiros *off-shore*. Paradoxalmente, o dado próprio e distintivo das crises financeiras internacionais é que elas são, na verdade, crises basicamente nacionais – derivadas da falta de confiança dos agentes (nacionais ou não, isso não importa muito) – nos dados objetivos de uma economia (*os fundamentals*) ou na política econômica de um determinado governo, e que, a partir de um certo momento extravasam as fronteiras de um país pelo chamado efeito contágio que essas perturbações financeiras apresentam ao envolver o elemento fungível das moedas. O Brasil, por exemplo, passou por diversas crises desse tipo, em consequência de crises financeiras provocadas ou induzidas externamente e que foram magnificadas por erros econômicos próprios ou por desequilíbrios acumulados nas contas internas. O registro histórico indica experiências variadas de inadimplências e de moratórias, desde o Império aos dias atuais, sem um padrão uniforme de comportamento. Em geral, o Brasil manteve seus compromissos externos, sem rupturas dramáticas das obrigações assumidas com os credores externos. A História não tem o dom de se repetir, mas ela sempre coloca desafios novos em circunstâncias talvez não muito diferentes daquelas enfrentadas pelos nossos antepassados.

Paulo Roberto de Almeida

## Tabelas estatísticas e quadros analíticos:

**Quadro 1**  
**Esquema estilizado das crises financeiras internacionais, 1929-2001**

Ano	1929	1931-33	1950-60s	1974-75	1982-1987	1995-2001
<b>Países:</b>	EUA	Europa	Em escala mundial	EUA e mundial	América Latina	Internacional
<b>Relacionado a processo ou evento:</b>	Final da expansão continuada do pós Primeira Guerra	Interrupção da ajuda americana sob forma de empréstimos	Conversibilidade sem coordenação de políticas macroeconômicas	Colapso do sistema de Bretton Woods, aumento dos preços do petróleo	Grandes projetos de desenvolvimento em meio à estagnação dos países avançados	Expansão dos mercados financeiros, capitais especulativos
<b>Especulação anterior com:</b>	Terra até 1925; ações em bolsa, 1928-29	Não aplicável	Câmbio, principais moedas	Ações, obrigações financeiras, imobiliário, superpetroleiros	Cartéis de <i>commodities</i> (petróleo), mercados bancários privados	Derivativos financeiros, letras do tesouro denominadas em dólar
<b>Expansão monetária a partir de:</b>	Ações compradas na margem	Empréstimos dos EUA	Não aplicável	Mercado de eurodólares	Reciclagem de petrodólares, euromercados	Vários tipos de liquidez, dólar e eurodólar
<b>Pico especulativo:</b>	Setembro 1929	1929-31	Especulação nos mercados futuros de moedas dos países abaixo:	1969	1979-1982	1995-1997
<b>Crise (quebras bancárias, pânico financeiro):</b>	Outubro 1929	Áustria, maio 1931; Alemanha, junho 1931; Grã-Bretanha, set. 1931; Japão, dez. 1931; EUA, março 1933	França, 1958; Canadá, 1962; Itália, 1963; Grã-Bretanha, 1964; França, 1968; EUA, 1973, etc.	1974-1975	Agosto-setembro de 1982: inadimplência do México, insolvência do Brasil, <i>defaults</i> generalizados na região	México: dez. 94; Ásia: julho 1997; Rússia: agosto 1998; Brasil: nov. 98-jan. 99; Turquia: jan. 01; Argentina: set. 2001
<b>Emprestador de última instância:</b>	Operações no mercado aberto do Federal Reserve de NY	Esforços mitigados dos governos dos EUA e da França	Rede de ajuda mútua do BIS (empréstimos entre bancos centrais, GAB)	Rede do BIS, FMI	Pacotes de "ajuda" dos bancos privados, esquemas oficiais (FMI, Baker-Brady)	FMI, G-7, bancos multilaterais, BIS
<b>Consequências para o Brasil:</b>	Queda nos mercados externos, perdas com o café, crise e revolução política	Recessão temperada por medidas anticíclicas (queima de café), suspenção de pagamentos, controle de câmbio	Inadimplência ocasional, renegociação das obrigações externas no âmbito do Clube de Paris e bilateralmente	Crédito externo generoso para projetos de desenvolvimento, grande aumento da dívida externa	Insolvência financeira, renegociação com o setor bancário privado, memorandos com o FMI, controle de câmbio, decretação de moratória em 1987	Dependência financeira, atração de capitais voláteis, juros altos, renegociação e novos empréstimos

Fonte: De e adaptado a partir de Kindleberger, *Manias, panics, and crashes*, p. 259; duas últimas colunas e última linha elaboradas pelo autor.

**Quadro 2**  
**Brasil: histórico do relacionamento com o FMI, 1944-1999**

<i>Data</i>	<i>Etapas históricas do relacionamento</i>	<i>Min. da Fazenda</i>
1944	Convênio constitutivo do FMI, em Bretton Woods	A. da Souza Costa
1946	Entrada em vigor do FMI; Brasil ratifica com exceções (Art. 8)	P. Correia e Castro
1954	FMI concede aval para empréstimo do Eximbank dos EUA	Oswaldo Aranha
1955	Relatório do FMI recomenda reforma cambial	Eugênio Gudín
1957	Apoio do FMI à reforma tarifária brasileira	José Maria Alkmin
1959	J. Kubitschek rompe com o FMI por razões políticas	Lucas Lopes
1961	Renúncia de Jânio Quadros interrompe acordo	Clemente Mariani
1965-72	Sucessivos acordos stand-by; relacionamento não politizado	G. Bulhões/Delf. Netto
1967	Reuniões do FMI-BIRD no Rio de Janeiro; criação dos DES	Delfim Netto
1971	Fim do sistema de Bretton Woods; flutuação de moedas	Delfim Netto
1974-79	Crises do petróleo; vários empréstimos bancários comerciais	M. H. Simonsen
1982	Crise da dívida externa na América Latina; programas de ajuste	Delfim Netto (*)
1984	Suspensão do acordo por não cumprimento de metas	Delfim Netto (*)
1987	Moratória dos pagamentos externos; suspensão de créditos	Dilson Funaro
1991-92	Tentativas não exitosas de acordo; afastamento político	Zélia Cardoso Mello
1992	Retomada dos contatos, mas inexistência de acordos	Marcílio M. Moreira
1993-96	Relacionamento discreto, quase distante, mas sem politização	FHC-Pedro Malan
1997-99	Entendimentos ativos em torno de um ajuste fiscal; acordos	Pedro S. Malan

(\*) Ministro do Planejamento encarregado dos organismos internacionais.

Fonte: Pesquisas do autor.

Paulo Roberto de Almeida

**Quadro 3**  
**Brasil: acordos formais estabelecidos com o FMI, 1958-1992**

<i>Data do acordo</i>	<i>Tipo de acordo</i>	<i>Expiração Cancelam.</i>	<i>Quantia <sup>(1)</sup> (DES milhões)</i>	<i>Quantia sacada</i>	<i>Quantia não sacada</i>	<i>Ministro da Fazenda</i>
3.06.58	Stand-by	2.06.59	37,50	37,50	—	Lucas Lopes
18.05.61	Stand-by	17.05.62	160,00	60	100,0	Clem. Mariani
13.01.65	Stand-by	12.01.66	125,00	75,00	50,00	Gouv. Bulhões
1.02.66	Stand-by	31.01.67	125,00	—	125,00	Gouv. Bulhões
13.02.67	Stand-by	12.02.68	30,00	—	30,00	Gouv. Bulhões
29.04.68	Stand-by	28.04.69	87,50	75,00	12,50	Delfim Netto
29.04.69	Stand-by	4.02.70	50,00	—	50,00	Delfim Netto
4.02.70	Stand-by	3.02.71	50,00	—	50,00	Delfim Netto
4.02.71	Stand-by	3.02.72	50,00	—	50,00	Delfim Netto
3.03.72	Stand-by	2.03.73	50,00	—	50,00	Delfim Netto
1.03.83	EFF (2)	28.02.86	4.239,38	2.743,13	1.496,25	Delfim Netto (3)
23.08.88	Stand-by	28.02.90	1.096,00	365,30	730,70	Mailson Nóbrega
29.02.92	Stand-by	31.08.93	1.500,00	127,50	1.372,50	Marcílio Moreira
<i>Totais</i>			<i>7.600,38</i>	<i>3.483,43</i>	<i>4.116,95</i>	

(1) DES (direito especial de saque, ou SDR, em inglês) = US\$ 1,36; para o período anterior à criação dos DES (1967-1970) trata-se do equivalente em dólares dos EUA; (2) *Extended Fund Facility*, instrumento de saque criado por programa específico do FMI; (3) Ministro do Planejamento encarregado dos organismos internacionais.

Fontes: Relatórios anuais do FMI; pesquisas do autor.

**Quadro 4**  
**Acordo do Brasil com o FMI e países do G-7 e do BIS, Novembro de 1998**

<i>Países e instituições participantes</i>	<i>Contribuição total</i>	<i>Desembolso imediato</i>
Fundo Monetário Internacional	US \$ 18 bilhões	US \$ 5,25 bilhões
Banco Mundial (BIRD)	US \$ 4,5 bilhões	US \$ 1,1 bilhão
Banco Interamericano (BID)	US \$ 4,5 bilhões	US \$ 1,1 bilhão
Banco de Compensações Intern. (BIS)	US \$ 14,5 bilhões *	US \$ 4 bilhões

\* Recursos disponibilizados pelos seguintes países: EUA (US\$ 5 bi), Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Japão (fora do esquema do BIS), Canadá (G-7) e da Bélgica, Países Baixos, Suécia, Suíça (G-10), Portugal, Espanha, Áustria, Irlanda, Luxemburgo, Finlândia, Dinamarca, Noruega e Grécia.



**Quadro 5**  
**Brasil: relacionamento com o FMI no período recente, 1992-2001**

<i>Ano</i>	<i>Natureza do relacionamento</i>	<i>Min. Fazenda</i>
1992	Brasil logra acordo com Clube de Paris sem aval do FMI	M. M. Moreira
1994	Brasil faz acordo com credores privados sem aval do FMI	F. H. Cardoso
1998 (out)	Entendimentos com o FMI para um programa de ajuste fiscal	Pedro Malan
13.11.1998	Acordo preventivo com possível desembolso de até US\$ 41,5 bi (*)	Pedro Malan
08.03.1999	Ajuste ao acordo anterior em função da desvalorização cambial	Pedro Malan
05.04.2000	Anúncio de reembolso antecipado dos créditos concedidos no acordo	Pedro Malan
28.6.2001	Saque de US\$ 2.007 bilhões (DES 1,6016 bilhão), do acordo de 1998	Pedro Malan
03.08.2001	Anúncio da liberação de mais US\$ 15 bi, em caráter preventivo	Pedro Malan
23.08.2001	Cancelamento do acordo stand-by de 1998 e pedido de novo acordo	Pedro Malan
14.09.2001	Acordo stand-by até 12.2002: DES 12.144 bi (US\$15.650 bi)	Pedro Malan

(\*) Do total, 18 bilhões eram provenientes do próprio FMI, 4,5 cada do BIRD e do BID e 14,5 de países membros do BIS.  
 Fontes: Relatórios anuais do FMI; Ministério da Fazenda, Banco Central do Brasil; pesquisas do autor.

## Nota de referência

<sup>1</sup> Ver *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Nova York: Basic Books, 1978 e *The World in Depression, 1929-1939*. Berkeley: University of California Press, 1973.