

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**RICARDO CHIAPIN PECHANSKY**

**CRISES CAMBIAIS: OS CASOS DO BRASIL E DA ARGENTINA EM 1999-2002**

**Porto Alegre**

**2018**

**RICARDO CHIAPIN PECHANSKY**

**CRISES CAMBIAIS: OS CASOS DO BRASIL E DA ARGENTINA EM 1999-2002**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

**Porto Alegre**

**2018**

### CIP - Catalogação na Publicação

Pechansky, Ricardo Chiapin  
CRISES CAMBIAIS: OS CASOS DO BRASIL E DA  
ARGENTINA EM 1999-2002 / Ricardo Chiapin Pechansky. -  
- 2018.  
73 f.  
Orientador: Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade  
de Ciências Econômicas, Curso de Relações  
Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2018.

1. Crises cambiais. 2. Âncora cambial. 3. Plano  
Real. 4. Plano de Conversibilidade. I. Milan,  
Marcelo, orient. II. Título.

**RICARDO CHIAPIN PECHANSKY**

**CRISES CAMBIAIS: OS CASOS DO BRASIL E DA ARGENTINA EM 1999-2002**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_ de \_\_\_\_ de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador  
UFRGS

---

Profa. Dra. Fernanda Oliveira Ultremare  
UFRGS

---

Profa. Dra. Luiza Peruffo  
UFRGS

## AGRADECIMENTOS

Eu gostaria, primeiramente, de agradecer à Universidade Federal do Rio Grande do Sul pela oportunidade de ter acesso ao ensino gratuito e de qualidade. Além disso, foi um ambiente transformador na minha vida, assim como o é para tantas brasileiras e tantos brasileiros que com a UFRGS têm contato: foram inúmeras experiências profissionais, pessoais e sociais que tive e que me ajudaram imensamente a exercer o meu papel enquanto cidadão brasileiro com visão crítica.

Agradeço, também, à minha família: meu pai, minha mãe e minha irmã. Obrigado por sempre ter confiança em mim e por me ajudar a explorar o mundo, podendo sempre contar com uma base em casa. O amor de vocês é o que me trouxe até aqui e vai sempre continuar sendo fundamental para eu conseguir alcançar meus objetivos. Obrigado por me darem consciência disso.

Ao meu orientador, Marcelo Milan, pelo apoio e orientação prestados não só para a elaboração deste trabalho, mas também durante a minha etapa como seu aluno e durante meu programa de monitoria acadêmica. Obrigado pelos aprendizados ao longo desses anos e pela disposição para me ajudar a buscar os futuros.

A todos com quem convivi nas Relações Internacionais, pessoas que têm papel essencial no quanto eu pude crescer dentro desse curso. Foram tantas experiências extremamente valiosas para mim que eu pretendo guardar daqui para sempre. À turma 11, obrigado pela convivência enquanto colegas, mas principalmente, enquanto amigos. Em especial, àqueles e àquelas com quem tive uma história ao longo desses últimos cinco anos, são muitos, mas sabem quem são: não tenho palavras para expressar o que eu sinto por vocês e o quão grato eu sou por ter feito essa trajetória com vocês. Foi tudo muito rápido, mas também intenso e especial. Vocês são especiais.

Agradeço, por fim, a todos os meus amigos que vêm de antes ou que vieram ao longo desses últimos cinco anos. Obrigado pela amizade duradoura e por sempre me dar força e ser um porto seguro para mim.

## RESUMO

O presente trabalho trata do fenômeno de crises cambiais, especialmente em países emergentes, tendo como foco de análise os casos do Brasil, em 1999, e da Argentina, em 1999-2002. Para tanto, pretende-se compreendê-las dentro do episódio mais amplo da ascensão do neoliberalismo nos anos 1990 e do seu impacto sobre a política econômica e, especificamente, monetária e cambial dos mercados em desenvolvimento. Ao mesmo tempo, atenta-se às particularidades das economias brasileira e argentina nesse período, de forma a compreender as circunstâncias que levaram a primeira a passar por uma turbulência econômica de menor impacto quando comparada à segunda, que sofreu um colapso econômico e político. Dessa forma, apresenta-se no primeiro capítulo o problema dos regimes cambiais e das crises cambiais e financeiras; no segundo capítulo, são discutidos os casos estudados da Argentina e do Brasil a partir de seus respectivos planos de ancoragem cambial; e, por fim, realiza-se uma análise comparativa entre ambos a partir de variáveis macroeconômicas e da discussão prévia, apontando a situação mais vulnerável da Argentina, além da sua relação mais forte com o ideário neoliberal em relação ao Brasil. Conclui-se que ambas as crises possuem uma similaridade enquanto sujeitas às dificuldades provenientes de sucessivos choques externos que impactaram a entrada de capital internacional, volátil e essencial para a manutenção dos seus regimes de âncora cambial, nas suas economias. Além disso, apontou-se o valor explicativo que a maior rigidez cambial e a experiência neoliberal mais profunda na Argentina têm para a compreensão do impacto significativamente maior que a crise cambial do Plano de Conversibilidade teve em relação à do Plano Real.

**Palavras-chave:** Crises cambiais. Âncora cambial. Plano Real. Plano de Conversibilidade.

## ABSTRACT

This paper addresses the phenomenon of currency crisis, especially in emerging countries, having as focus the analysis of the cases of Brazil, in 1999, and Argentina, in 1999-2002. To do so, it is intended to understand them inside the broader episode of the ascension of neoliberalism in the 1990s and its impact over economic and, specifically, monetary and exchange rate policy of developing markets. At the same time, attention is given to the particularities of the Brazilian and Argentinian economies in this period, in order to understand the circumstances which led the former to go through an economic turbulence of lesser impact when compared to the latter, which suffered an economic and political collapse. Thus, it is presented in the first chapter the problem of exchange rate regimes and currency and financial crisis; in the second chapter, the studied cases of Argentina and Brazil are discussed through their respective exchange-rate-based stabilization regimes; and, lastly, a comparative analysis is made between both from macroeconomic variables and the previous discussion, pointing out the more vulnerable situation of Argentina, besides its stronger relationship with the neoliberal ideology in relation to Brazil. It is concluded that both crisis have a similarity as subjects to the difficulties which arose from successive external shocks that impacted the inflow of international capital, volatile and essential for the maintenance of their exchange-rate-based stabilization regimes, into their economies. It has been further pointed out the explanatory value that Argentina's greater exchange rate rigidity and its deeper neoliberal experience have to understand the significantly bigger impact the currency crisis of the Convertibility Plan had in relation to the Real Plan one.

**Keywords:** Currency crisis. Exchange-rate-based stabilization. Real Plan. Convertibility Plan.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de inflação – medida pela variação nos preços do consumidor (anual, %) e taxa nominal de câmbio (moeda local/US\$) .....	52
Gráfico 2 – Taxa de juros do mercado monetário (% a.a.) .....	53
Gráfico 3 – Taxa de variação do PIB (%) .....	55
Gráfico 4 – Dívida pública/PIB .....	56
Gráfico 5 – Saldo em conta corrente/PIB .....	58
Gráfico 6 – Relação entre dívida externa e exportações de bens e serviços .....	59
Gráfico 7 – Relação entre serviço da dívida externa e exportações de bens e serviços .....	60
Gráfico 8 – Relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais .....	61

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

II PND	– II Plano Nacional de Desenvolvimento
FHC	– Fernando Henrique Cardoso
FMI	– Fundo Monetário Internacional
IDE	– Investimento Direto Externo
MERCOSUL	– Mercado Comum do Sul
OPEP	– Organização dos Países Exportadores de Petróleo
PAI	– Plano de Ação Imediata
PIB	– Produto Interno Bruto
SME	– Sistema Monetário Europeu
URV	– Unidade Real de Valor

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: CRISES CAMBIAIS E FINANCEIRAS NA PERSPECTIVA DOS EMERGENTES .....</b>	<b>15</b>
2.1	ÂNCORA CAMBIAL E GRAUS DE DOLARIZAÇÃO .....	15
2.2	CRISES CAMBIAIS E FINANCEIRAS EM MERCADOS EMERGENTES .....	17
2.3	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	27
<b>3</b>	<b>OS PLANOS DE ANCORAGEM CAMBIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA E SUAS RESPECTIVAS CRISES .....</b>	<b>29</b>
3.1	O CONTEXTO INTERNACIONAL: NEOLIBERALISMO NA AMÉRICA LATINA .....	29
3.2	O CASO DA ARGENTINA COM O FIM DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE EM 2002 .....	32
<b>3.2.1</b>	<b>O neoliberalismo na Argentina e o Plano de Conversibilidade .....</b>	<b>32</b>
<b>3.2.2</b>	<b>A crise do Plano de Conversibilidade e o colapso argentino .....</b>	<b>36</b>
3.3	O CASO BRASILEIRO COM A CRISE CAMBIAL DO PLANO REAL EM 1999 ....	40
<b>3.3.1</b>	<b>O neoliberalismo dos anos 1990 e o Plano Real .....</b>	<b>41</b>
<b>3.3.2</b>	<b>A crise cambial do Plano Real e a turbulência macroeconômica brasileira .....</b>	<b>45</b>
3.4	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES .....	48
<b>4</b>	<b>ANÁLISE COMPARATIVA DOS PROGRAMAS DE ÂNCORA CAMBIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA .....</b>	<b>51</b>
4.1	ANÁLISE MACROECONÔMICA DURANTE A VIGÊNCIA DAS ÂNCORAS CAMBIAIS .....	51
4.2	OS IMPACTOS DA CRISE CAMBIAL DO PLANO REAL E DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE .....	61
4.3	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	64
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>66</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>71</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O fenômeno da internacionalização do capital, aprofundado a partir dos anos 1970 com o fim do Sistema Bretton Woods, foi um processo que ampliou a liberdade de movimentação de capitais e mercadorias internacionais em um momento que o universo capitalista se adaptava a um menor grau de controle estatal sobre sua economia. Nesse novo regime internacional, o mundo em desenvolvimento, cujos mercados financeiros eram imaturos e cujas economias eram mais vulneráveis à volatilidade da entrada e saída do investimento em portfólio (capital especulativo), experimentaria com mais recorrência crises de balanços de pagamentos e ataques especulativos às suas economias nacionais (EICHENGREEN, 2008).

Na América Latina, a manifestação desse processo se evidencia já ao longo da década de 1980, após o Segundo Choque do Petróleo e da alta dos juros internacionais, na qual o modelo desenvolvimentista, que continuava vigente em algumas das grandes economias do continente desde 1930, fora encerrado. Além disso, ciclos de crescimento foram substituídos por estagnação, cujo combate se deu de forma exaustiva e com pouco sucesso. Foi ganhando força, na década seguinte, um padrão de política econômica que privilegiava a ancoragem da taxa cambial, acompanhada de reformas estruturais e de liberalização, como forma de atingir a estabilidade inflacionária. Tratava-se de uma sobrevalorização cambial ancorada em moedas fortes e com estabilidade internacional, como o dólar, financiada por fluxos de capital. Esse fenômeno se deu em um contexto de crédito voltando a expandir-se na direção dos países emergentes após a renegociação das dívidas. A euforia com relação ao apoio das finanças públicas pela poupança externa permitiu um relaxamento das metas fiscais dos países latino-americanos, sanando problemas de curto prazo relativos aos déficits fiscais (SILVA, 2009). Não obstante, houve uma sequência de crises cambiais em países emergentes que ocorreram ao longo dos anos 1990 e até o início dos anos 2000. Entre as principais, figuraram a crise mexicana em 1994, a crise do Leste Asiático em 1997, a crise russa de 1998, a crise brasileira em 1999 e a crise argentina em 2001. O presente trabalho pretende realizar uma análise comparativa dessas últimas duas.

Como justificativa, as trajetórias históricas tanto do Brasil quanto da Argentina, enquanto as maiores economias da América do Sul, são objeto de frequente comparação. Ambos os países tiveram economias marcadas por um modelo inicialmente colonial em torno do eixo agrário-exportador. Esse foi seguido de estratégias desenvolvimentistas coordenadas pelo Estado, que, especialmente no caso brasileiro, promoveram políticas voltadas para o

processo de substituição de importações. É de suma importância, portanto, aprofundar esse estudo comparativo sob diferentes óticas teóricas e sob diferentes objetos de pesquisa. A proposta de se estudar as duas crises cambiais, a do Brasil em 1999 e a da Argentina em 1999-2002, cujo contexto é semelhante, mas cujas consequências socioeconômicas são bastante diferentes, se insere nessa ampla linha de pesquisa. Além disso, atualmente, o Brasil é o maior parceiro econômico da Argentina, e a Argentina é um dos maiores parceiros econômicos do Brasil, caso que é ainda mais especial para o estado do Rio Grande do Sul, em parte pela sua proximidade geoeconômica com a Argentina.

Em termos de história econômica, ambos os países promoveram estratégias desenvolvimentistas coordenadas pelo Estado até 1970, quando haveria uma divergência entre os dois com relação à continuidade do processo. Frente ao Primeiro Choque do Petróleo, o Brasil iniciou sua última fase de substituição de importações, que seria a produção interna de bens de capital, encabeçada pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) de Ernesto Geisel. A Argentina, por outro lado, iniciaria, sob governos militares a partir de 1976, na sequência do projeto de Augusto Pinochet no Chile, uma onda de experimentos monetários de âncoras cambiais alicerçados na crescentemente difundida visão neoliberal, experimentando desindustrialização e reversão do projeto desenvolvimentista já nos anos 1970 (HIRSCHMAN, 1986). Ambos experimentaram massivas entradas de capital estrangeiro, o Brasil para investimentos e a Argentina para manutenção da sua sobrevalorização cambial, até o Segundo Choque do Petróleo, quando a situação se reverteu e ambos sofreram com severas crises de dívida externa.

Tanto o Brasil quanto a Argentina sofreram níveis altíssimos de inflação, de forma que, após sequências de políticas econômicas mal-sucedidas, recorreram a planos de ancoragem cambial semelhantes para estabilizarem seus preços. Em abril de 1991, a Argentina implementou o Plano de Conversibilidade, no qual um regime de *currency board* garantia institucionalmente que o valor do Peso argentino não variasse para além da paridade de um para um com relação ao dólar. Dessa forma, a emissão de moeda estaria principalmente lastreada nas reservas cambiais do país. O Brasil, em julho de 1994, concluiria seu período de transição do Plano Real, criando uma paridade ajustável com o dólar de um para um, porém não tão rígida ou institucionalizada, financiada pelo ingresso de capitais. Ambos os programas tiveram relativo sucesso em conter a inflação e garantir crescimento sustentável nos seus países em detrimento de uma crescente vulnerabilidade das contas externas, que foi se tornando mais evidente à medida que as crises cambiais começaram a ganhar força nos países emergentes.

Em 1999, em um contexto de crescentes ataques especulativos à moeda brasileira, o Banco Central do Brasil permitiu ao Real depreciar-se frente às pressões do mercado, gerando razoável instabilidade na economia brasileira, porém sem recessão, crise financeira ou retomada da inflação. Era uma situação surpreendente, se comparada com os fortes impactos econômicos das crises cambiais anteriores. Um das explicações para o fenômeno era que, por conta da instabilidade financeira ocorrida em 1995 em função da queda da inflação e seus efeitos distributivos, o Brasil já havia criado uma variedade de regulações econômicas para evitar a vulnerabilidade do seu sistema financeiro (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000). O caso da Argentina, entre 1999 e 2002, não foi o mesmo. Com um contexto similar, de crises que diminuía o fluxo de empréstimos internacionais voluntários para os países em desenvolvimento, negociações instáveis com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e limitação de mecanismos fiscais, monetários e financeiros para enfrentar crescentes ataques especulativos, o Plano de Conversibilidade colapsou em 2001-2002. Neste último ano, a queda do Produto Interno Bruto (PIB) argentino ultrapassou o patamar dos -10%.

Não por acaso, ao longo desse período surgiram muitos estudos sobre crises cambiais e financeiras. O tema é ainda de extrema relevância ao se considerarem os atuais desafios do pós-crise de 2008, que incluem problemas estruturais de crise econômica ainda a serem superados, um dos principais sendo o da manutenção do euro enquanto moeda pan-europeia. Para os fins deste trabalho, é dado um enfoque de cunho keynesiano, com uma percepção menos estática das razões pelas quais essas crises acontecem. São trazidas ferramentas analíticas para melhor entender as semelhanças que tiveram as crises cambiais na Argentina, no Brasil e nos outros mercados emergentes.

É importante fazer a discussão sobre regimes cambiais fixos e suas restrições quanto à flexibilidade de política monetária, assim como da dolarização parcial, enquanto instrumento largamente utilizado pelos mercados emergentes nos anos 1990 para ajudar a sustentar suas âncoras cambiais. A compreensão das crises cambiais em si também passa pela contextualização do papel do governo, de fundamentais macroeconômicos e, principalmente, do papel volátil do capital internacional. O comportamento especulativo desempenha um papel significativo na compreensão das crises, posto que foi facilitado com a desregulamentação de mercados financeiros e internacionalização do capital.

Diante dessa contextualização, o objetivo principal deste trabalho é explicar de que forma se deu o impacto da crise cambial reduzido para o Brasil e acentuado para a Argentina. Como objetivos secundários, busca-se: (i) aprofundar o conhecimento sobre crises cambiais e

financeiras, principalmente a partir da literatura de tradição keynesiana, e das experiências de crises cambiais de 1999-2002 no Brasil e na Argentina; e (ii) analisar as crises de forma a avaliar impactos em variáveis-chave macroeconômicas de valor explicativo para a compreensão do problema central, sendo elas: a taxa de inflação; as taxas de juros; a taxa de variação do PIB; a dívida pública/PIB; o saldo em conta corrente/PIB; a dívida externa/exportações; o serviço da dívida externa/exportações; e a dívida externa de curto prazo/reservas internacionais. As hipóteses trabalhadas serão (i) as principais variáveis-chave para a compreensão das crises de 1999-2002 na Argentina e no Brasil são o grau de rigidez das suas políticas cambiais e seus respectivos graus de vulnerabilidade externa; e (ii) apesar de possuírem trajetórias econômicas similares, o Brasil e a Argentina se diferenciam no que tange à maior força do neoliberalismo nas políticas econômicas do governo de Carlos Menem em relação ao governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), o que é a principal causa da disparidade no impacto das duas crises cambiais.

A metodologia utilizada no trabalho emprega uma revisão bibliográfica sobre as teorias selecionadas para embasá-lo e sobre a história econômica da Argentina e do Brasil, com enfoque no período em questão. Haverá, também, uma análise dos já mencionados indicadores macroeconômicos da Argentina e do Brasil no período dos planos de estabilização econômica. Esses dados serão retirados principalmente dos Bancos Centrais da Argentina e do Brasil, do Fundo Monetário Internacional e da base de dados da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPALSTAT). Por fim, será feita uma análise comparativa entre a performance econômica e a conjuntura brasileiras e argentina no período de 1991-2002 (no caso brasileiro, especificamente o período de vigência da âncora cambial, de 1994-1999) para determinar diferenças que indiquem as discrepâncias de impacto negativo que cada crise teve sobre seu país.

O presente trabalho está dividido em três capítulos, além da introdução e conclusão. O primeiro capítulo tem a função de apresentar a fundamentação teórica e a problematização das crises cambiais e financeiras nos mercados emergentes. Para tanto, são abordados os diferentes tipos de regime cambial fixo, sua dinâmica e o fenômeno da dolarização e, em seguida, discutem-se teorias que avaliam o fenômeno das crises a partir de diferentes conceitos e recortes.

No segundo capítulo, são trazidos os casos dos planos de ancoragem cambial no Brasil e na Argentina, bem como suas respectivas crises. Primeiro, faz-se necessária uma contextualização da ascensão do neoliberalismo no mundo e, particularmente, na América Latina. Depois, se adentra na discussão do Plano Real e do Plano de Conversibilidade, tanto

enquanto fenômenos inseridos na sequência de crises cambiais e financeiras nos mercados em desenvolvimento dos anos 1990 quanto parte da história econômica de cada país.

O terceiro e último capítulo se propõe a realizar uma análise comparativa das duas crises, embasada nas variáveis macroeconômicas apresentadas, para uma análise quantitativa. Há, também, uma breve discussão sobre os diferentes impactos de cada crise no seu respectivo país. Desse modo, possibilita-se uma avaliação da problemática central do presente trabalho.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: CRISES CAMBIAIS E FINANCEIRAS NA PERSPECTIVA DOS EMERGENTES

Propõe-se neste primeiro capítulo um embasamento teórico geral que dá continuidade ao estudo das crises cambiais no Brasil e na Argentina em 1999-2002. Primeiro, faz-se uma discussão sobre a forma como diferentes regimes cambiais fixos se inserem na política monetária e sobre o fenômeno da dolarização nas economias emergentes. Em seguida, é feita uma apresentação das principais teorias de crises cambiais e financeiras que auxiliarão no desenvolvimento da análise comparativa das crises em ambos os países, realizada nos capítulos subsequentes.

### 2.1 ÂNCORA CAMBIAL E GRAUS DE DOLARIZAÇÃO

As taxas de câmbio têm tido um papel central nos determinantes do desenvolvimento econômico da América Latina ao longo de sua história, sendo essa uma região cuja economia esteve constantemente atrelada e vulnerável aos fluxos emanados dos países desenvolvidos. De fato, as políticas cambiais estiveram no centro dos eventos econômicos mais proeminentes dos países latino-americanos, a exemplo dos processos recentes de liberalização econômica nos anos 1970, mas, principalmente, a partir dos anos 1990, cuja característica principal era alguma forma de ancoragem cambial (FRIEDEN; STEIN, 2001). Dessa forma, cabe analisar o papel de regimes cambiais fixos na política econômica.

Há uma variedade de políticas cambiais que podem ser adotadas por um governo, desde a flutuação limpa (sem intervenção), regimes intermediários (como bandas cambiais), até o câmbio totalmente fixo. Fundamentalmente, trata-se de decidir o grau de liberdade com que a taxa de câmbio pode flutuar no mercado cambial. Ainda que cada regime responda a diferentes necessidades de economias com características diferentes, nenhum, por si só, pode evitar instabilidades macroeconômicas, mesmo quando seu objetivo último é precisamente a manutenção da estabilidade (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009).

Segundo a teoria convencional, a escolha de qual política cambial um governo pode adotar provém, principalmente, de um *trade-off* entre estabilidade (proporcionada pelo câmbio fixo) e flexibilidade (proporcionada pelo câmbio flutuante). No caso de países cuja âncora cambial gera uma moeda sobrevalorizada para combater a inflação, a falta de flexibilidade se reflete na perda de competitividade. Em um contexto de maior mobilidade de capitais e taxa de câmbio fixa, se impossibilita tanto usar a taxa de câmbio quanto a taxa de

juros e a política monetária para propósitos de política macroeconômica (FRIEDEN; STEIN, 2001). Dada essa condição, amplia-se a vulnerabilidade do país em relação a choques reais, posto que há menos variáveis de ajuste macroeconômico disponíveis, de forma que a consequência destes impactam diretamente na economia “real” doméstica. Por outro lado, reduz-se o risco frente a choques monetários ou ciclos de crédito e de inflação. O caso oposto é o regime de flutuação cambial, em que ajustes nas taxas cambiais e de juros podem amortecer choques reais, mas cuja volatilidade deixa o país mais vulnerável a choques monetários (CANUTO, 2004).

Entretanto, no caso de países em desenvolvimento, cujo montante da dívida externa está muitas vezes atrelada ao dólar, os argumentos de maior autonomia de política monetária e de absorção de choques reais se mostram menos aderentes. Isso porque a autoridade monetária de países em desenvolvimento precisa tornar seus compromissos financeiros mais críveis, de modo que há supostamente um “medo de flutuar” por parte desse grupo de países. Dessa forma, há a suposição de que o desempenho macroeconômico em mercados emergentes se relacione mais com instituições monetárias, fiscais e financeiras do que ao regime cambial em si (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009).

Uma das principais razões para serem propostas regras explícitas e rígidas para a condução da política cambial é a transparência e a prestação de contas que o governo se compromete a adotar, de forma que supostamente uma maior credibilidade é obtida. As âncoras cambiais são uma forma de atingir esse objetivo, indexando uma moeda em relação à de outra economia mais poderosa e, conseqüentemente, gravitando a inflação nacional em direção à da economia que emite a moeda âncora (CANUTO, 2004). Países com histórico de períodos longos e persistentes períodos de inflação alta ou hiperinflação tendem a se utilizar desses regimes para combatê-las (FRIEDEN; STEIN, 2001). Algumas variações desse regime são o *currency board*, as bandas (faixas) pré-definidas para flutuação cambial e o *crawling peg*.

O *currency board* – também conhecido como conselho da moeda ou caixa de conversibilidade – difere dos outros arranjos por buscar uma credibilidade radical do compromisso da conversibilidade a taxas fixas e da manutenção de reservas internacionais. Ou seja, restringem-se completamente as ações do banco central enquanto prestador de última instância (visto que não pode variar seu montante de passivos contra si próprio em moeda local), assim como emissor de moeda, visto que a base monetária (e por consequência a taxa de juros) depende da capacidade de criar reservas para lastreá-la. As reservas internacionais, por sua vez, dependem da entrada de recursos externos via superávits em

conta corrente ou entrada líquida de capitais pela conta financeira. Impõem-se mecanismos mais restritivos, cujo objetivo de disciplina e credibilidade induz os bancos a deterem maior liquidez em sua carteira de ativos, dificultando, em contrapartida, a alavancagem de investimentos de longo prazo (CANUTO, 2004).

Outros regimes de câmbio fixo apresentam menos restrições, visto que não há um compromisso de lastrear a base monetária às divisas de caixas de conversão. O *crawling peg*, por exemplo, se caracteriza por uma administração da flutuação da taxa nominal de câmbio, tentando gradualmente ajustar a taxa real de câmbio. Esta última pode variar em função da divergência entre a inflação doméstica e a externa, que, especialmente no período de início da indexação, pode ser alta. A contrapartida de se optar por maior flexibilidade do regime cambial é sua suposta menor credibilidade, o que pode abrir mais oportunidades para ataques especulativos, que apostam na insustentabilidade do regime (CANUTO, 2004).

Para compreender um importante fenômeno monetário proveniente da decisão de regime cambial, cabe enfatizar a questão dos graus de dolarização, que são uma função da situação do balanço de pagamentos e da política cambial do país. Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) mencionam a dolarização parcial – visto que dolarização plena seria a adoção do dólar como moeda nacional –, cujo contexto é um em que firmas e famílias mantêm uma fração do seu portfólio (inclusive dinheiro) em ativos em moedas estrangeiras e/ou os setores público e privado detêm dívidas denominadas em moeda estrangeira. A partir disso, constata-se que as economias em desenvolvimento nos anos 1980 e 1990 experimentaram um aumento substancial no seu grau de dolarização na medida em que os governos facilitaram (ou até incentivaram) a utilização de moeda estrangeira em ambiente doméstico na busca por adaptarem-se a ambientes macroeconômicos instáveis. Entretanto, os autores mostram que os graus de penetração do dólar na economia têm consequência sobre o “medo de flutuar”, dado que há uma correlação positiva e causal entre o grau de dolarização de uma economia e sua sensibilidade frente a mudanças na taxa de câmbio (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003). Evidentemente, por consequência, mais vulnerável está um país o quão maior for seu grau de dolarização. Subjacente a isso está, mais uma vez, o *trade-off* entre flexibilidade e estabilidade.

## 2.2 CRISES CAMBIAIS E FINANCEIRAS EM MERCADOS EMERGENTES

Na literatura econômica, são identificadas três “gerações” de modelos de crises cambiais. Os modelos de primeira “geração” de ataques especulativos foram desenvolvidos

principalmente por Krugman (1979) e focam na inconsistência dos fundamentos macroeconômicos como origens para as crises cambiais. Sua utilização se deu principalmente para análises das crises cambiais e financeiras latino-americanas nos anos 1980 (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009). Para Krugman, pode-se identificar a insustentabilidade de um regime de taxa de câmbio fixa a partir de indicadores macroeconômicos tradicionais, como déficits fiscais crescentes, política monetária expansionista, redução gradual do estoque de reservas internacionais e sobrevalorização da taxa de câmbio real (FERRARI FILHO; SILVA, 2006). Krugman (1979) descreve uma crise “padrão” como aquela em que um país possui um regime de câmbio fixo e, para manter a taxa de câmbio,

as reservas do governo vão gradualmente declinando. Então, em algum ponto, geralmente muito antes que o esgotamento gradual das reservas as tivesse exaurido, há um ataque especulativo repentino que rapidamente elimina as reservas restantes. O governo, então, se torna incapaz de continuar defendendo a taxa de câmbio (KRUGMAN, 1979, p. 312, tradução nossa).

Nesse modelo, em um cenário de perfeita mobilidade de capitais, as expectativas racionais levam os agentes econômicos a optar em conjunto por uma fuga de capitais, vendendo ativos domésticos e adquirindo ativos denominados em moeda estrangeira, na medida em que um retorno positivo é esperado com a especulação de uma desvalorização cambial iminente. Por outro lado, essa primeira “geração” não explicava as razões por trás dessas políticas inconsistentes, tratando-as como uma variável exógena ligada a um papel passivo do banco central para fins teóricos (CANUTO, 2004).

No contexto da crise no Sistema Monetário Europeu (SME)<sup>1</sup>, surge uma segunda “geração” de modelos sobre ataques especulativos, iniciada com a análise de Obstfeld (1994). Nela, busca-se traçar uma relação entre a análise de custo-benefício da manutenção de um regime de câmbio fixo por parte do governo e as expectativas dos investidores privados (CANUTO, 2004). Consequentemente, há um esforço por endogeneizar comportamentos que não foram absorvidos nos modelos de primeira “geração”.

Além disso, surgem nesses modelos alguns conceitos analíticos importantes para a compreensão de crises cambiais e financeiras. Primeiramente, há a conclusão de que existem

---

<sup>1</sup> A crise cambial do SME Europeu ocorreu em 1992 e 1993 especialmente no contexto de incerteza quanto ao projeto de integração europeu. Assim, a lira e a libra sofreram ataques especulativos, causando a retirada da Itália e do Reino Unido do SME. A depreciação da moeda finlandesa, a markka, frente à flutuação, foi também um estopim para a crise. O fim abrupto de fluxo de poupança externa desencadeou uma crise, que se espalhou para todo o SME, cujos membros compartilhavam políticas cambiais coordenadas e grau alto de integração econômica. O episódio demonstrou a vulnerabilidade que mesmo economias desenvolvidas tinham frente a fluxos voláteis de capitais (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003; EICHENGREEN, 2008).

equilíbrios múltiplos para tal dinâmica, em que o governo reage às flutuações do *trade-off* entre manter o regime de câmbio fixo e segurar a inflação com potencial tensionamento dos fundamentos macroeconômicos, ou promover uma desvalorização controlada – ou, ainda, permitir sua flutuação e conseqüente depreciação – e sofrer com uma disparada inflacionária potencial. Essa análise é sujeita às ações do mercado, que, diante de um dado cenário econômico, pode tanto acreditar na manutenção ou não do regime, sendo essa crença sujeita a anomalias, ou “manchas solares”: expectativas circunstanciais e arbitrárias, portanto extrínsecas aos fundamentos macroeconômicos do país em análise (FERRARI FILHO; SILVA, 2006). Nesse contexto, a possibilidade de profecias autorrealizáveis – o poder de influência das expectativas sobre o resultado econômico, que efetivamente as concretiza – se torna chave para a compreensão de crises cambiais (OBSTFELD, 1994).

Por fim, há os “modelos de terceira geração”, surgidos já no contexto das crises cambiais nos países emergentes – México em 1994 e economias asiáticas em 1997-1998 –, concentrados nos trabalhos de Calvo e Mendoza (1996) e Krugman (1999). Parte-se da ideia de que, apesar de haver fundamentos problemáticos como prelúdio para uma crise cambial, esses não se resumiriam só a variáveis macroeconômicas facilmente mensuráveis – deve-se considerar também a fragilidade do sistema financeiro de economias que não contam com regulação e supervisão financeiras adequadas (CANUTO, 2004). Essas, combinadas com garantias implícitas de socorro financeiro de emprestadores de última instância, sejam esses o próprio governo ou o FMI, fomentam a especulação com portfólios com elevado grau de risco, visto que a expectativa de não arcar com os custos de uma eventual crise estimula o comportamento do tipo *moral hazard* (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009). Esse comportamento, por sua vez, envolve um otimismo excessivo e uma bolha financeira de investimentos de baixa performance. Em contexto de *boom* financeiro e especulação, surge, por fim, uma crise. Krugman (1999) afirma que a Crise Asiática seguiu a seguinte lógica:

O problema começou com intermediários financeiros – instituições cujos passivos eram percebidos como detentores de uma garantia governamental implícita, mas que eram essencialmente não regulamentados e, portanto, sujeitos a problemas de *moral hazard*. O excesso de empréstimos arriscados dessas instituições criava inflação – não de bens, mas de preços de ativos. A sobrevalorização de ativos era sustentada parcialmente por uma espécie de processo circular, em que a proliferação de empréstimo arriscado puxava os preços de ativos arriscados, fazendo com que a condição financeira dos intermediários financeiros parecesse mais confiável do que era (KRUGMAN, 1999, p. 318, tradução nossa).

Nesses modelos de terceira “geração”, discute-se, também, a complementaridade entre crises cambiais e crises financeiras. A expansão de fluxos de capital internacional

amplia as capacidades de empréstimos dos bancos privados, de forma que o crédito se expande na economia nacional em moeda local, apesar de sua origem (passivo dos bancos) ser denominada em moedas estrangeiras. Dessa forma, a antecipação de uma desvalorização leva os agentes a buscarem substituir a moeda doméstica pela moeda estrangeira, e inicia-se uma corrida dos bancos comerciais ao banco central para realizar a substituição (FERRARI FILHO; SILVA, 2006). O resultado é uma perda de reservas por parte do governo e eventual perda de controle sobre o câmbio fixo, ocasionando deflação de ativos e pânico no sistema financeiro nacional. Portanto, a saúde deste último também tem um papel importante na compreensão de possíveis cenários de crise cambial.

Também nesse último período ganham força as análises sobre o fenômeno de contágio financeiro, visto que se percebia um “efeito dominó” nas crises cambiais da década de 1990. Kaminsky, Reinhart e Végh (2003) definem o contágio como “um episódio no qual há efeitos imediatos significantes em um número de países após um evento”, com consequências rápidas e agressivas que evoluem em questão de horas ou dias<sup>2</sup> (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003, p. 55). Para esses autores, as causas por trás do contágio estão principalmente em uma inversão na entrada de capitais, que aceleram o estouro de bolhas financeiras, em anúncios-surpresa e em um credor alavancado em comum, que opta por realocar os ativos financeiros do seu portfólio para suprir suas necessidades de capital.

Para além das “gerações” de modelos clássicos de crise cambial, uma das principais análises que embasam este trabalho é Harvey (2009). Nessa obra o autor elabora um extenso modelo analítico pós-keynesiano para determinação da taxa de câmbio. Para o autor, o paradigma neoliberal encontra dificuldades para explicar a realidade sem pleno emprego, com incertezas, moeda endógena, dinâmica histórica, desequilíbrios comerciais e agentes cujo comportamento se dá não de forma atomizada, mas sim sendo função de influências sociais. Dessa forma, há a compreensão de que fluxos de capital de portfólio, normalmente de curto prazo e responsáveis pela especulação financeira, não são nem passivos nem acomodados no curto e no longo prazo. Pelo contrário, trata-se de uma força independente e dominante na definição de taxas de câmbio, além de sujeita a pressões especulativas subjetivas, que não correspondem ao agente econômico racional previsto na teoria neoliberal. E são essas forças, mais do que as necessidades monetárias da economia real das Transações Correntes, que têm maior peso na demanda e na oferta de moeda estrangeira. Portanto,

---

<sup>2</sup> Há uma diferenciação entre este termo e a ideia de *spillovers*, que proviriam de efeitos graduais e prolongados que, ao se acumularem, podem causar grandes impactos econômicos (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003). Ou seja, constatar-se apenas uma correlação entre duas crises não necessariamente significa que houve contágio; a iminência ou não dessa correlação também deve ser observada.

analisar os movimentos de capital de portfólio como um epifenômeno e as expectativas por vezes irracionais por trás deles como um erro corrigível, cuja origem não tem relevância, são ideias em total desacordo com a visão pós-keynesiana (HARVEY, 2009).

Sua análise demonstra como, de fato, o capital especulativo<sup>3</sup> se organiza de forma distinta da economia real, com variáveis próprias que não buscam solucionar problemas no setor real, como se poderia pensar. Com relação à questão histórica, há uma importância dada ao tempo histórico e à dinâmica de *path dependence* (dependência de trajetória), ou seja, o quanto ele afeta a realidade presente. Por fim, posto que a teoria pós-keynesiana vê o longo prazo como nada mais que a acumulação de curtos prazos, há especial ênfase na necessidade de compreender estes últimos (HARVEY, 2009).

Cabe, de início, examinar o comportamento típico do mercado cambial. Na análise de Harvey (2009), há três demandas fundamentais que afetam a taxa de câmbio: a necessidade de importação, a demanda por Investimento Direto Externo (IDE) e a demanda por investimento de portfólio, sendo esta última o foco da análise deste trabalho, por estar possivelmente relacionado aos ataques especulativos que ocasionaram as crises cambiais no Brasil e na Argentina. O comportamento dos fluxos de investimento de portfólio é influenciado principalmente por sua capacidade de obter altos rendimentos, o risco de moratória – em se tratando da compra e venda de títulos da dívida pública – e pela liquidez, que influenciam as expectativas atuais dos movimentos futuros da taxa de câmbio. A capacidade de obter rendimentos é afetada pelas expectativas dos diferenciais das taxas de juros e a liquidez é afetada pelas expectativas de quão passível o ativo é de ser liquidado; ambas possuem uma relação direta com a demanda por moeda estrangeira. Por outro lado, o risco de moratória é afetado pela expectativa de diferenciais de crescimento econômico e possui uma relação inversa com a demanda por moeda estrangeira. Há, também, a própria expectativa de mudanças na taxa de câmbio, que, em caso de esperada apreciação, atraem fluxos de capital, causando a própria apreciação. Esses fatores compõem o que Harvey chama de modelo mental para a tomada de decisão de especuladores internacionais (HARVEY, 2009).

A questão da liquidez é particularmente mais importante para os mercados em desenvolvimento, visto que o financiamento via dívida externa para esses países é dificultado pelas suas condições enquanto economias sem moedas fortes. Diferentemente de países que

---

<sup>3</sup> É importante ressaltar que, neste trabalho, a natureza dos capitais de portfólio é percebida como fundamentalmente especulativa. Por isso, há o uso de expressões variadas – capitais de portfólio, investimentos de portfólio e capitais especulativos – para o mesmo conceito, o de investimento internacional em ativos financeiros de curto prazo (ou negociáveis).

emitem essas moedas, os países emergentes não podem tomar empréstimos externos na sua própria moeda. Essa condição de “impotência” econômica é o que seria definido como o pecado original (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2003). Dessa forma, devedores líquidos nas principais moedas estrangeiras identificam na situação de depreciação de sua moeda doméstica um aumento automático da sua dívida externa líquida, transferindo riqueza aos estrangeiros (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Esse aumento de vulnerabilidade é percebido pelos especuladores internacionais, que se tornam mais desconfiados em suas avaliações de solvência dos países emergentes. Isso faz com que o financiamento externo se torne mais escasso em momentos de choques externos, quando seria mais necessário para fins de estabilização.

Dessa forma, a dívida em moeda estrangeira fica mais difícil de ser liquidada em momentos de fragilidade econômica, acentuando o caráter pró-cíclico dos fluxos de capital. Em tal contexto, se a depreciação é permitida pelas autoridades monetárias, há um forte efeito sobre preços de ativos e passivos na economia. Na medida em que há um descasamento patrimonial disseminado pela economia dolarizada, com passivos em moeda estrangeira e ativos (e, portanto, fontes de rendimentos) em moeda nacional, caso os detentores desses passivos não possuam alguma forma de *hedge* cambial, seu risco de *default* se eleva abruptamente com a depreciação da moeda (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009). Evitá-la, entretanto, implica uma intervenção no mercado cambial financiada por capital especulativo atraído por altas taxas de juros, que desestabilizam empresas e bancos e cuja consequência também acaba por fazer diminuir o preço dos ativos, além de aumentar o custo da dívida - intensificando, por fim, a deterioração econômica (EICHENGREEN; HAUSMANN; PANIZZA, 2003; AGLIETTA; AHMED; PONSOT, 2008).

O conceito de pecado original está atrelado à ideia de que há poucas ações imediatas que um país pode adotar para evitá-lo, tendo, portanto, uma origem mais estrutural. O estudo feito por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) demonstra que o pecado original está mais associado ao tamanho do país e ao seu status de centros financeiros, economias avançadas ou mercados emergentes, enquanto que a correlação é mais fraca em se tratando de variáveis institucionais como legislação e histórico de política econômica; além disso, há uma limitada vantagem adicional de diversificação que a moeda de um país periférico oferece a credores de países ricos que já contam com um portfólio variado de moedas fortes. Sujeitos ao pecado original, os mercados emergentes tomadores de empréstimos em dólar são obrigados a acomodar-se aos impactos das mudanças na “política” cambial e de juros da

administração estadunidense (PERUFFO, 2014). Essas, por sua vez, impactam diretamente as variáveis relativas que influenciam os movimentos de capital especulativo.

Dessa forma, há uma estrutura de poder por trás da “força” de moedas que auxilia a ditar quem são os países que têm maior influência sobre a economia internacional e quem são os que têm papel mais passivo nela. A hierarquia de moedas ilustra o papel internacional e nacional das moedas enquanto funções de dinheiro: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor (PERUFFO, 2014).

À medida que as moedas chegam mais perto da base da pirâmide, elas têm pouco ou nenhum uso internacionalmente e começam a gradualmente perder suas funções básicas também no contexto interno (primeiro a reserva de valor, depois a unidade de conta e finalmente o meio de troca, quando uma moeda estrangeira se torna a moeda corrente dentro das fronteiras nacionais). [...] Mesmo com a remoção, de jure ou de facto, de restrições domésticas à conversibilidade, tais moedas [periféricas] não são demandadas como uma reserva de valor, mas, sim, como um ativo financeiro (PERUFFO, 2014, p. 6, tradução nossa).

Assim, um dos epifenômenos de instabilidade macroeconômica é a adaptação financeira, em que o país de moeda periférica permite e facilita a detenção de ativos financeiros indexados a uma moeda estrangeira forte ou a outra unidade estável de valor (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003).

A análise da maior vulnerabilidade das economias emergentes também ganha ênfase no trabalho de Reinhart e Rogoff (2009)<sup>4</sup> com o conceito de intolerância da dívida. Argumenta-se que os níveis de dívida que são considerados ameaçadores para as economias emergentes são menores do que aqueles para as economias desenvolvidas. O limite de dívida em relação ao PIB que um país pode absorver se torna menor por conta de seus históricos de pagamento e de inflação, relacionados, por sua vez, a fraquezas institucionais. Os autores demonstram que, em países de renda média, a maioria das moratórias entre 1970-2008 ocorreu com taxas de dívida/PIB abaixo de 60%, patamar frequentemente ultrapassado por

---

<sup>4</sup> A pesquisa dos autores e suas conclusões no que tange à relação entre níveis de dívida/PIB e crescimento econômico, entretanto, foi alvo de críticas. Herndon, Ash e Pollin (2013) afirmam que as análises de Reinhart e Rogoff estavam embasadas em erros de planilhas, omissão de informação disponível, entre outras falhas metodológicas. Dessa forma, os dois autores atribuem equivocadamente uma centralidade para a administração da dívida e a austeridade como preocupação de política pública. Reinhart e Rogoff, ainda que reconhecendo parcialmente alguns dos pontos trazidos pela crítica, discordaram que esses erros acarretassem a uma refutação de suas conclusões centrais sobre a associação de maiores dívidas/PIB a menores taxas de crescimento econômico (GONGLOFF, 2013). Para além da discussão, o conceito cunhado por Reinhart e Rogoff trazido nesse trabalho ainda tem validade analítica para explicitar os entraves inerentes ao desenvolvimento de mercados emergentes, que contam com menor credibilidade para financiá-lo.

países desenvolvidos<sup>5</sup>. Esse fenômeno se correlaciona com a visão de equilíbrios múltiplos para interpretar as crises nos países emergentes e às expectativas mais desconfiadas dos especuladores internacionais frente a mercados não desenvolvidos. Aponta-se, assim, para um caráter político das moratórias provenientes de dívidas financeiras. Na medida em que países não declaram falência completa nem param seu funcionamento, como empresas, há um cálculo tomado no processo de decisão que estabelece uma tolerância econômica, mas também política, para lidar com crises econômicas, sabendo-se que o custo principal de trabalhar com renegociação ou moratória total é a perda de credibilidade. O receituário de ajuste exige não só uma habilidade de se pagar a dívida, como também uma vontade política de fazê-lo (REINHART; ROGOFF, 2009).

O comportamento especulativo, por sua vez, tem certas características que devem ser avaliadas. Primeiramente, seu caráter volátil, proveniente da incerteza dos agentes, que, sem uma visão completa da situação, dão importância desproporcional para eventos recentes. A volatilidade se retroalimenta na medida em que cria desconfiança no mercado. Além disso, há o que Harvey chama de *bandwagons*, que seriam os “efeitos manada” com que os agentes operam. O *bandwagon* provém da mesma memória de curto prazo dos agentes que estimula a volatilidade, mas também é puramente ligado à racionalidade de seguir a tendência e, por consequência, acelerá-la. Isso pode se dar pela crença dos agentes de que necessariamente há uma razão para o movimento estar acontecendo, mas também puramente pelo medo de optar por ignorá-lo (HARVEY, 2009).

A partir dessa percepção de como se comportam os agentes econômicos envolvidos no mercado cambial, pode-se discutir o modelo de Harvey para a dinâmica de crises cambiais e financeiras em um regime de câmbio fixo. São três giros de retroalimentação (*feedback loops*) em ação. O primeiro giro relaciona a entrada líquida de capital de portfólio com compras em *bandwagon* de ativos domésticos, que sustenta uma inflação irreal e insustentável ou uma bolha no preço dos ativos. Entretanto, há um segundo giro que trata de divergência de retornos financeiros, relacionando expectativa de lucro do investimento físico com o investimento e estoque de capital físico. Desenvolve-se um ponto de tensão entre a economia real (expectativa de lucro do investimento físico) e o valor dos ativos domésticos, aumentando sua chance de colapso frente a um hiato gradual entre uma saturação de estoque

---

<sup>5</sup> Atualmente, mais da metade dos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) possuem suas razões dívida/PIB acima de 60% (INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2018).

de capital e ativos domésticos sobrevalorizados. Assim, quebra-se com o primeiro giro, de caráter especulativo (HARVEY, 2009).

O terceiro giro explora como a entrada de capital especulativo também contribuiria para a apreciação da moeda nacional se ela flutuasse, um valor que, por mais que hipotético, ancora as previsões do quão sobre ou subvalorizado a moeda doméstica estaria. É importante ressaltar que esse valor, além de influenciado pelos fluxos efetivos de capital de portfólio, também é influenciado pelo já discutido modelo mental para a tomada de decisão de especuladores internacionais. Essa distância, junto com a quantidade de reservas internacionais, delimitam a sustentabilidade do regime de câmbio fixo. Identifica-se um ponto de tensão entre as expectativas do modelo mental (ou seja, o fator expectacional que compõe o valor hipotético da moeda se ela flutuasse) e o valor fixado da moeda, cujo aumento na discrepância cria maior pressão para que eventos simples afetem a decisão em *bandwagoning* de desacreditar no regime (HARVEY, 2009).

O modelo de Harvey também traz para a análise um ponto de tensão relacionado ao conceito de fragilidade financeira de Minsky (1985). Demonstra-se a euforia por trás do *boom* econômico, que, tanto via uma melhora na economia real ou na financeira, promove um aumento de confiança por parte dos agentes com relação ao seu endividamento (HARVEY, 2009). Assumindo uma facilidade de pagamento de dívidas, firmas, consumidores e instituições financeiras começam a se entrelaçar em estruturas de financiamento mais arriscadas e precárias.

A teoria da “fragilidade financeira” de Minsky examina essa dinâmica, apresentando três tipos de financiamento. No financiamento “hedge”, espera-se que o montante futuro gerado pelo investimento seja suficiente para pagar a dívida (incorporadas já outras despesas do devedor), com razoável margem de segurança. O financiamento especulativo, por sua vez, ocorre quando há insuficiência de recursos futuros para cobrir os serviços da dívida no curto prazo, apesar de *a priori* (para um dado intervalo de variação de taxa de juros) ainda conseguir amortizá-la e quitá-la no longo prazo. Por fim, há o financiamento “Ponzi”, no qual os rendimentos esperados de curto prazo têm grande probabilidade de se mostrarem incapazes de cobrir até mesmo o montante de juros devido, criando a necessidade de os agentes se endividarem novamente apenas para servir sua dívida (MINSKY, 1985). Na medida em que se subestimam os riscos dos investimentos em períodos de prosperidade, quando se esquecem das crises anteriores, os financiamentos vão progressivamente se aproximando da estrutura “Ponzi”, fragilizando a estrutura financeira. Aldrighi e Cardoso descrevem a dinâmica da crise afirmando que

O conseqüente aumento nos preços dos ativos de capital induz as empresas a investirem mais e a ampliarem a parcela das finanças do tipo especulativo e Ponzi, elevando o endividamento, com o endosso dos bancos, a um grau incompatível com os fluxos prospectivos de renda, investimento e lucros, e fragilizando a estrutura financeira. O crescimento na demanda por financiamento de curto prazo se traduz no aumento nas taxas de juros de curto prazo e, portanto, na redução no valor presente dos ativos. A deflação nos preços dos ativos é reforçada com o crescimento da inadimplência, que valoriza a liquidez, repercutindo nos balanços patrimoniais nos bancos. A transmissão da fragilidade financeira do setor produtivo para o setor bancário marca a passagem da fragilidade financeira para a instabilidade financeira e a crise (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009, p. 64-65).

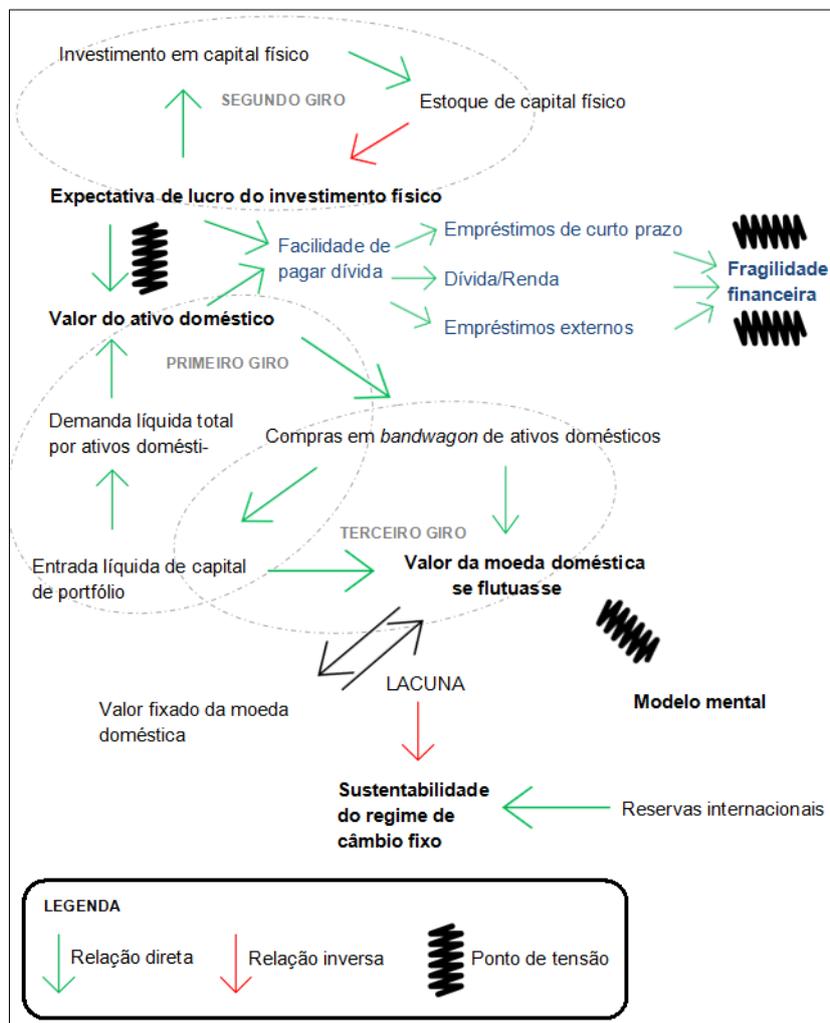
Portanto, há três pontos de tensão em análise: a divergência dos preços das moedas, a divergência dos retornos dos investimentos e o ponto de fragilidade financeira. Ressalte-se que, quanto maiores forem os hiatos acumulados nesses pontos, mais grave se torna a crise – cujo catalisador em países em desenvolvimento tende a ser um choque de política econômica externa – quando for atingido o ponto de inflexão. Independentemente de qual for causar o colapso inicial, as chances de o pânico se alastrar e causar catástrofe nos outros dois pontos de tensão, ocasionando crises gêmeas, é alta. O modelo de Harvey, com os seus três giros de retroalimentação e três pontos de tensão, pode ser melhor compreendido a partir da Figura 1, que o esquematiza para compreender como um todo a interação de todos os seus elementos componentes (HARVEY, 2009).

Por fim, cabe ressaltar a análise de Reinhart e Rogoff (2009) para compreender a recorrência desses ciclos e crises econômicas, em particular as crises cambiais e financeiras - ou seja, o que os autores denominam crises de confiança. A questão é que, mesmo em um cenário em que se pudesse garantir a total proteção financeira aos agentes, a especulação dispararia. Inevitavelmente, há um ciclo de otimismo excessivo, ancorado em expectativas de crença na expansão econômica, que eventualmente se reverte. O fenômeno é bastante sensível nos casos de manutenção de regimes de câmbio fixo por diversos governos nos anos 1980 e 1990, cujos encerramentos se deram com colapsos rápidos.

É a partir dessa ênfase nas expectativas otimistas que se cunha, no trabalho de Reinhart e Rogoff, a síndrome do *this time is different* (“desta vez é diferente”). Há, nesses ciclos, uma crença subjacente de que a crise não acontecerá com o país em análise porque ele aprendeu com o passado e porque as regras antigas não se aplicam mais. As análises da Ásia nos anos 1990 apontavam para sua política fiscal conservadora, sua estabilidade monetária e seus altos índices de crescimento e poupança. As previsões otimistas com relação à América Latina apontavam para a suposta possibilidade de as economias se ancorarem em títulos

públicos mais que em dívidas bancárias, o que causaria maior hesitação antes de entrar em moratória (REINHART; ROGOFF, 2009). Não obstante, a ideia de que “desta vez é diferente” tem sido constantemente refutada na história econômica. Tanto as experiências asiáticas quanto as latino-americanas nos anos 1990 vieram a ser mais um exemplo da síndrome.

**Figura 1 - Modelo de Harvey para crises cambiais sob regime de câmbio fixo**



Fonte: Harvey (2009); elaboração própria.

### 2.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Esse capítulo buscou apresentar elementos que compõem a análise de crises cambiais e financeiras que fundamentam teoricamente o trabalho. Com esse objetivo, foram discutidos textos que tratam do assunto do ponto de vista econômico. Esse arcabouço teórico permite avançar na problematização dos casos da Argentina e do Brasil no fim do milênio, enquanto

países emergentes cujas estratégias anti-inflacionárias de ancoragem cambial foram, depois de um período, minadas por ataques especulativos.

Em termos de política cambial, é importante compreender o papel do *trade-off* entre flexibilidade e estabilidade/credibilidade no processo de formulação de política econômica por parte do governo. Nesse sentido, as possibilidades de manobra são menores para os países emergentes que têm sua dívida denominada em dólares e que são constrangidos a prezar mais por credibilidade, sob o risco de serem excluídos dos mercados financeiros internacionais. A contrapartida dessas decisões é uma forte influência no grau de dolarização da economia, que diz respeito ao pecado original, com suas dinâmicas nocivas às economias emergentes, e a esses entraves iniciais à própria flexibilidade de política monetária e cambial do governo.

Em seguida, foram analisadas as três “gerações” de modelos clássicos de crises cambiais, que se utilizam, especialmente a primeira, de fundamentos macroeconômicos para explicar as crises cambiais. A segunda “geração” busca endogeneizar o comportamento do governo e identificar os múltiplos equilíbrios (ou seja, incorporando fatores exógenos) de um regime cambial, entrando ele em crise ou não. Por fim, a última geração introduz, principalmente, o caráter especulativo das crises financeiras. Esse, por sua vez, se relaciona com o fenômeno de contágio financeiro, que analisa os efeitos rápidos de alastramento de uma crise cambial e financeira de um país para outros, como foi o caso da crise asiática.

Por fim, a análise de Harvey (2009) recebe especial atenção na fundamentação teórica pelo seu extensivo poder explicativo, que incorpora reações da economia real, o comportamento especulativo e *bandwagoning*, fragilidade financeira – baseada na tipologia de financiamento e análise da dinâmica do mundo financeiro de Minsky (1985) – e as possibilidades de intervenção do governo. A interação desses fenômenos simultâneos leva a acúmulos em pontos de tensão que, em dado momento, podem desencadear uma crise e levar ao colapso dos outros giros retroalimentação. A teoria de Harvey (2009) se embasa em preceitos pós-keynesianos, rejeitando as premissas neoliberais e dando ênfase ao impacto do curto prazo e do capital de portfólio, sujeito a pressões especulativas subjetivas. A esses pontos foram adicionados conceitos como o de intolerância da dívida, que denota o caráter político do processo decisório de momentos de crises e o da síndrome de que “desta vez é diferente”, que auxilia a explicar as razões pelas quais esses mecanismos funcionam de forma recorrente na história econômica.

### **3 OS PLANOS DE ANCORAGEM CAMBIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA E SUAS RESPECTIVAS CRISES**

Este capítulo apresenta as crises dos regimes de ancoragem cambial no Brasil e na Argentina. A partir da discussão feita no capítulo prévio, traz-se uma descrição de ambas as crises, suas origens, consequências e interpretações. Dessa forma, primeiro é feita uma contextualização do cenário internacional com a ascensão do neoliberalismo e abandono dos últimos projetos desenvolvimentistas. Em seguida, as crises são inseridas na sequência de turbulências cambiais e financeiras nos países em desenvolvimento dos anos 1990, sendo abordadas tanto suas relações com o fenômeno estilizado no capítulo anterior, quanto suas particularidades. Assim, provê-se uma base explicativa para o próximo capítulo, no qual é feita uma análise comparativa apoiada em variáveis macroeconômicas.

#### **3.1 O CONTEXTO INTERNACIONAL: O NEOLIBERALISMO NA AMÉRICA LATINA**

O fim do regime monetário internacional negociado em Bretton Woods, cujo objetivo de estabilidade cambial e coordenação de controle do mercado de capitais condicionava o fordismo-keynesianismo, foi um marco na trajetória histórica capitalista mundial. Tal regime produtivo emergiu no pós Segunda Guerra Mundial e prezava por um acordo de classes que priorizava o bem-estar social, a produção em massa e a resolução de conflitos distributivos. Esse seria o *modus operandi* do universo capitalista, que se reconstruía com uma estabilidade nas esferas doméstica e internacional que a primeira metade do século XX não viu.

À insustentabilidade do regime de paridade fixa do padrão dólar-ouro, que iniciou seu desmantelamento já em 1971, sob a Administração Nixon, somou-se o aumento brusco dos preços de petróleo decorrente do primeiro choque orquestrado pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), em 1973. A manutenção da liquidez do sistema financeiro internacional proveniente da reciclagem de petrodólares era um indício do processo de globalização financeira que adviria nas próximas década. Já nesse período, inicia-se um processo pioneiro de liberalização intensa no Cone Sul, em especial no Chile, ao passo que o Brasil, primeiro país latino-americano a receber fluxos financeiros e a se engajar no processo de globalização dos anos 1970, deu seu último empurro em direção ao desenvolvimentismo com o II PND (FRENKEL, 2003).

O processo de globalização na América Latina sofreu uma súbita reversão após o brusco aumento de juros por parte dos Estados Unidos e o Segundo Choque do Petróleo em 1979, o que interrompeu os fluxos de capitais para os mercados emergentes. Esse contexto de aumento de juros das dívidas contraídas nos anos 1970 e de incapacidade de refinanciamento externo tornou a dificuldade significativamente a administração das dívidas externas de países latino-americanos (FRENKEL, 2003). A consequência foi a conhecida “década perdida<sup>6</sup>” por toda a região, acompanhada de diversos episódios de estagflação e hiperinflação ao longo dos anos 1980 e 1990 (REINHART; ROGOFF, 2009). Acima de tudo, o período dos anos 1980 foi marcado pelo fim do já enfraquecido paradigma desenvolvimentista, visto que ganharam força interpretações que apontavam o colapso econômico da América Latina nos anos 1980 como um indicativo da exaustão do modelo de substituição de importações e de industrialização liderada pelo Estado (CALDENTEY; MORENO-BRID; NÁPOLES, 2004).

A importância do fim de Bretton Woods também repercutiu fortemente nas opções da política monetária. De acordo com Eichengreen (2008), a estabilidade cambial sempre foi, ao longo da história, o objetivo de política monetária de governos e bancos centrais. No início dos anos 1970, essas “amarras” foram desfeitas, de forma que se possibilitou que as taxas cambiais flutuassem. Para o mundo em desenvolvimento – e, inclusive, muitos países do mundo desenvolvido – a flutuação não era atraente, posto que muitas economias nacionais se veriam bastante vulneráveis à volatilidade do câmbio. Entretanto, o fenômeno do ascendente regime internacional de liberalização financeira expandia os mercados de capitais, de forma que perder participação nessa esfera em detrimento de outros concorrentes angariava custos cada vez maiores. Mais que isso, a capacidade de controlar o fluxo desses capitais, estratégia largamente utilizada no período de substituição de importações na América Latina, era cada vez menos compatível com o crescimento da conta financeira e maior presença de bancos comerciais estrangeiros e empresas multinacionais. Dado que o controle de capitais se tornava uma opção cada vez menos viável, criava-se um *trade-off* cada vez mais evidente entre transicionar para o regime de câmbio flutuante ou perder ainda mais o controle sobre a política monetária nacional (EICHENGREEN, 2008). Eichengreen (2003) também ressalta que, no caso da América Latina e da Ásia, ainda havia a esfera política como um dificultador de política econômica. A democratização de países nessas regiões ao longo do período exigia maior credibilidade e prestação de contas por parte dos governos para defender o regime de câmbio fixo. Em regimes autoritários, como os de décadas anteriores, havia maior facilidade

---

<sup>6</sup> Entre 1980 e 1990, o PIB real per capita na América Latina caiu de um equivalente de 29,1% da média dos Estados Unidos para um patamar de 21,8% (CALDENTEY; MORENO-BRID; NÁPOLES, 2004).

em subordinar os agentes econômicos sob um processo decisório mais centralizado de política econômica.

O fluxo de capitais retomou seu processo de penetração nos mercados latino-americanos a partir do Plano Brady, em 1989, que providenciou um alívio da dívida aos países em desenvolvimento, e do relaxamento da política monetária estadunidense, com baixas de juros, no início dos anos 1990 (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). Ao longo da década, a capitalização de mercados emergentes cresceu de US\$146 bilhões em 1984 para US\$1,7 trilhão em 1993; os fluxos líquidos de capital de portfólio quase quadruplicaram de 1989 (US\$3,5 bilhões) a 1993 (US\$13,2 bilhões). Esse número em grande grau excedia o crescimento do IDE no período, cujo montante foi pouco mais que duplicado (GRABEL, 1999). Seria o início do segundo ciclo de entrada de capitais desde os anos 1970, embasada no discurso do Consenso de Washington<sup>7</sup>, cujos preceitos giravam em torno da manutenção de finanças públicas saudáveis e da desestatização na economia em prol da autorregulação do mercado. Alegava-se que a integração aos mercados de capitais internacionais seria benéfica para os países em desenvolvimento principalmente pela sua habilidade de compartilhar riscos, de providenciar acesso contracíclico às finanças e de promover as exportações. Ao longo dos anos 1990, a volatilidade e a incerteza marcaram uma série de crises nos emergentes que desbancaram algumas dessas premissas (PALMA, 2012; CALDENTEY; MORENO-BRID; NÁPOLES, 2004).

Ainda que não tenha sido a primeira grande crise cambial dos anos 1990, que aconteceu nas economias desenvolvidas do Sistema Monetário Europeu, a Crise Mexicana de 1994 já indicava a fragilidade da integração dos emergentes ao mercado internacional. Ela sinalizava a situação de vulnerabilidade dos mercados em desenvolvimento no momento de uma reversão súbita de fluxos financeiros internacionais frente a choques externos, como o aperto monetário estadunidense inesperado em fevereiro daquele ano. Em um contexto de proliferação de instrumentos de gestão de riscos agora multiplicados, a sua propagação, apelidada de efeito Tequila, foi rápida, e agravada em países cuja entrada de capitais era bastante desproporcional em relação ao tamanho e, especialmente, à profundidade de seus mercados financeiros nacionais (AGLIETTA; AHMED; PONSOT, 2016).

---

<sup>7</sup> O Consenso de Washington se refere a uma lista de sugestões de política econômica por parte de diversos organismos internacionais cuja sede fica em Washington. As principais políticas eram a disciplina orçamentária; as mudanças nas prioridades de gastos públicos; as reformas fiscais; a liberalização financeira; a manutenção de taxas de câmbio flexíveis; a liberalização comercial; a abertura ao investimento direto externo; as privatizações; as desregulamentações; e as garantias dos direitos de propriedade. Ele encontrava sua legitimidade justamente na crise da dívida dos anos 1980, de forma que foi o sustento para a ascensão do regime neoliberal na economia internacional (CELESTE, 2012).

As premissas neoliberais se refletiram já nos programas de governo dos novos governos eleitos na América Latina nos anos 1990, como Carlos Menem, na Argentina em 1989, e Fernando Collor de Mello, no Brasil em 1990 (CELESTE, 2012). Reformas liberalizantes introduziram mudanças institucionais significativas no continente, com privatizações, desregulação e criação de mercados e de instrumentos financeiros, além de eliminação de barreiras protecionistas. Alinhadas ao surto de liquidez internacional para os países emergentes, essas políticas contribuíram para a atração de capital especulativo e uma mudança na atividade econômica, que se aproximava do mercado financeiro em detrimento da indústria. Essas entradas de ativos não eram só capital de investidores estrangeiros, como também capital doméstico repatriado que havia previamente fugido por falta de confiança nas economias locais (GRABEL, 1999). Dado esse contexto político e econômico dos anos 1990, cabe, agora, analisar as políticas cambiais da Argentina e do Brasil e suas derrocadas no regime neoliberal.

### 3.2 O CASO DA ARGENTINA COM O FIM DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE EM 2002

A experiência de ancoragem cambial argentina se deu em um cenário de instabilidade política e econômica no país. Apesar de já ter tentado sem sucesso estabilizar seus preços a partir da fixação da taxa de câmbio e de reformas liberalizantes nos anos 1970, o governo argentino dos anos 1990 recorreu a uma estratégia similar para sanar a hiperinflação. O Plano de Conversibilidade foi o elemento central da tentativa de resolução da turbulência macroeconômica argentina, a partir de reformas neoliberais e de busca por confiança de credores internacionais. Seus impactos foram um marco na história econômica argentina e sua discussão é central para a compreensão do fenômeno de crises cambiais e financeiras que recentemente assolaram os países em desenvolvimento.

#### 3.2.1 O neoliberalismo na Argentina e o Plano de Conversibilidade

Ao longo da década de 1980, a Argentina passou por uma conturbada transição para o regime democrático. O primeiro presidente eleito após a ditadura militar, Raúl Alfonsín, não foi capaz de administrar as instabilidades macroeconômicas – dentre as quais os persistentes déficits públicos, a taxa de crescimento estagnada e surtos de hiperinflação figuravam como problemas centrais – que assolavam o país durante a “década perdida”. Sua administração

contou com o Plano Austral em 1985, através do qual se congelaram preços, mas cujo fracasso intensificou a inflação argentina. Nesse contexto, em 1988 a Argentina suspendia o pagamento da sua dívida externa e, em 1989, o eleito Carlos Menem recebeu antecipadamente a presidência do país (CUNHA; FERRARI, 2009).

Ainda que em um primeiro momento Menem tenha se proposto ser um candidato de cunho mais nacionalista, dentro do populismo peronista, o presidente, já no começo do governo, iniciou um alinhamento do país ao Consenso de Washington. Dessa forma, liderou um amplo programa de reformas estruturais neoliberais, centradas em privatizações, abertura comercial e liberalização financeira. Isso se deu em um contexto em que o FMI iniciava um processo de distensão com relação à antiga rigidez de políticas austeras que se exigiam dos países em desenvolvimento, relaxando as metas fiscais por confiar no potencial que a poupança externa teria para financiar o desenvolvimento e estimular as reformas de países como a Argentina. A instituição teria um papel ativo, através de seus programas, na economia argentina ao longo do seu regime de estabilização monetária (SILVA, 2009; EICHENGREEN, 2008).

O contexto interno argentino também foi propício para a ascensão do ideário neoliberal, posto que o país havia experimentado seu ápice com o modelo agrário-exportador, o qual parece ter sido responsável por construir uma sociedade relativamente mais homogênea do que a média latino-americana. Esse passado era lembrado no contexto de instabilidade econômica frente aos diferentes momentos de intervenção estatal que ocorreram desde o processo de industrialização no país, de forma que, nos anos 1990, afirmava-se que o livre mercado seria o caminho para o progresso argentino (CUNHA; FERRARI, 2009).

Neste processo, o Ministro da Economia, Domingo Cavallo, anunciou o Plano de Conversibilidade em 1991 para combater a inflação. A ancoragem cambial argentina se mostrava bastante rígida, tratando-se de um regime de *currency board* (conselho da moeda ou caixa de conversibilidade), no qual o então recém-inaugurado Peso argentino (que equivalia a 10.000 austrais, a moeda anterior) seria fixado ao dólar à paridade de um para um a partir do dia 1º de abril de 1991. Tratava-se de uma terapia radical, posto que tal regime cambial foi imposto por lei, deixando o Banco Central desprovido de capacidade de ação em termos de financiamento de déficit orçamentário, podendo emitir Pesos apenas caso houvesse mais dólares nas reservas. Entretanto, essa restrição podia ser aliviada pelo lastro de moeda via aumento da dívida pública denominada em dólares, fenômeno que contribuía largamente para a dolarização da economia argentina que o Plano de Conversibilidade proporcionou. Ainda que houvesse uma restrição para o crescimento desses títulos financeiros (10% por ano), em

momentos de choque externo e aperto monetário, o mecanismo era um amortecedor contra a iliquidez doméstica (EICHENGREEN, 2008; CUNHA; FERRARI, 2006).

É importante sinalizar que essas medidas se justificavam para a ampla maioria da sociedade argentina e para os mercados, posto que o país contava com um histórico de desconfiança e instabilidade econômica. A Argentina experimentou numerosas crises de confiança monetária, cujas origens remontam à dificuldade de se estabelecerem compromissos duradouros frente a coalizões políticas frágeis e reformas monetárias bruscas, repetitivas e unilaterais (AGLIETTA; AHMED; PONSOT, 2008). Além disso, Rodrik (2011, p. 109) afirma que os governos argentinos possuíam um histórico de “mudarem as regras do jogo quando lhes convinha”, contribuindo para um quadro de pouca confiança que estimulou uma cultura de investimento cautelosa e de fuga da moeda doméstica. As regras claras e rígidas do Plano de Conversibilidade, dessa forma, cristalizaram a estratégia de restaurar confiança de investidores domésticos e estrangeiros.

Mesmo com um cenário de austeridade fiscal, a Argentina sob o Plano de Conversibilidade viu sua economia crescer estavelmente entre 1991 e 1994, tratando-se do período mais longo de crescimento do produto argentino desde o colapso do modelo de substituição de importações em 1975. Esse aumento do produto proveio principalmente do crescimento da demanda agregada, puxada pelo aumento do crédito para consumo na economia argentina (FERRARI, 1998). A entrada massiva de financiamento externo privado no país levou não só a um aumento no consumo, mas também a grandes bolhas de ativos, visto que esse crédito também foi bastante direcionado a movimentos especulativos (PALMA, 2012). Entretanto, esse período de prosperidade propiciou ao governo a capacidade política de levar a cabo mais privatizações, avançar nos processos de desregulamentação, redução de tarifas e na reforma do setor bancário, na qual se removeram restrições à entrada de bancos estrangeiros. O FMI e a comunidade internacional se convenciam do sucesso do modelo de crescimento argentino (EICHENGREEN, 2008).

A contrapartida da estratégia para a entrada massiva de investimento estrangeiro no país era, em especial, um crescente desequilíbrio externo proporcionado pelo déficit em conta corrente. O fenômeno se agravou por conta da lentidão da convergência da inflação argentina para a estadunidense. Mesmo que bruscamente atrofiado com a âncora cambial, o nível de preços da Argentina só foi trazido o dos Estados Unidos em meados de 1994. O resultado foi uma gradual acentuação da sobrevalorização do Peso e, portanto, grandes perdas de competitividade (BATISTA JR., 1996). Esse fenômeno contribuiu para acentuar a dependência da Argentina da sua conta financeira, cujo superávit era necessário não só para

financiar esses grandes déficits em conta corrente, como também para formar reservas internacionais para lastrear a base monetária do país. Ferrari afirma que

dentro deste esquema, a entrada de capitais externos, fortemente vinculada ao processo de privatizações, se converte no elemento dinâmico, e sua continuidade se faz necessária para fechar o balanço de pagamentos; para manter a confiança no programa econômico; e para sustentar um elevado ritmo de atividade econômica (FERRARI, 1998, p. 79).

Dessa forma, o Plano de Conversibilidade contava com uma baixa flexibilidade para lidar com choques externos, situação que se agravou ao longo do seu período de vigência. Os déficits em conta corrente, que ultrapassaram a casa dos 4% do PIB, demonstravam a incapacidade de a economia argentina manter sua solvência via exportações; a solução era a via financeira, tanto por amplos programas de privatização de setores importantes (como energia, petróleo e telecomunicações), quanto pela entrada maciça de capital especulativo (CUNHA; FERRARI, 2006). A Crise Mexicana de 1994 foi um exemplo dos problemas com a euforia financeira nos países em desenvolvimento, de forma que o governo argentino, exposto a esses efeitos adversos que levaram o México à crise, promoveu uma reforma no seu sistema bancário. Nesse contexto, privatizaram-se bancos estatais e encorajaram-se os bancos comerciais a ofertar crédito em moeda estrangeira, para a proteção contra uma eventual crise cambial argentina. Dessa forma, a garantia de conversibilidade que o governo Menem ofertara assegurava ao sistema financeiro a realização de negócios em dólares e Pesos livremente (SILVA, 2009). A contração da economia argentina em 1995 foi rapidamente revertida já no ano seguinte, mantendo-se um crescimento volátil até 1998. Frente à crise de 1994, o FMI propunha a manutenção do regime de conversibilidade a partir de uma revisão das metas fiscais, aumentando-se a tolerância dos gastos públicos como proporção do PIB. Mesmo assim, a partir de uma reforma constitucional que abria a possibilidade de reeleição, Menem pôde iniciar seu segundo mandato com amplo apoio popular (SILVA, 2009).

À medida que a economia argentina se tornava cada vez mais dolarizada, o custo de se promover uma desvalorização do Peso aumentava. De fato, ela não se colocava como uma opção de política econômica para o governo. Na busca pela manutenção da confiança no seu regime, a Argentina viu, ao longo da segunda metade dos anos 1990, o dólar se valorizar e, junto com ele, o Peso argentino. Não havia qualquer desencorajamento ao uso de dólares em contratos financeiros argentinos – pelo contrário, tal prática era promovida como forma de reforçar a rigidez da indexação do Peso ao dólar. A perda de competitividade dos produtos argentinos era aprofundada, ao passo que os déficits fiscais do país se agravavam,

especialmente em função dos gastos das províncias, que se expandiam mais que o PIB. Além disso, as receitas para-fiscais nesses períodos provinham muitas vezes de acordos de privatizações, ou seja, de aumentos temporários de receitas; ao mesmo tempo, dívidas a juros crescentes começavam a vencer (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009; EICHENGREEN, 2008).

Ainda que a economia argentina tenha conseguido manter seu crescimento até 1998, já após o ponto alto de 1997 a economia do país, com fundamentos macroeconômicos já inerentemente fragilizados, iniciou um processo de desaceleração. O país sofreu com a sequência de choques externos iniciados com a Crise Asiática em 1997, que causou instabilidade nos mercados financeiros, a Crise Russa em 1998, que praticamente os fechou ao mercado internacional, e a crise cambial do Plano Real em 1999 (EICHENGREEN, 2008). Sendo o Brasil o maior parceiro comercial da Argentina, a crise no país evidentemente teve maior efeito-contágio, de forma que a desvalorização de aproximadamente 70% do Real explicitou a sobrevalorização do Peso. A contrapartida foi um golpe ao processo de integração econômica que os dois países fomentavam a partir do Mercado Comum do Sul (MERCOSUL), a tal ponto que Menem chegou a sugerir que seus membros dolarizassem suas economias para enfrentar a crise internacional e os desequilíbrios internos do bloco (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003; CELESTE, 2012).

Mais uma vez, mesmo em um contexto de adversidade, demonstrava-se o otimismo argentino para com o neoliberalismo e a globalização. A hipótese de que o processo de integração financeira é cíclico sugeria um movimento de expansão econômica após a sequência de crises ao longo da década de 1990, assumindo-se que ela estava encerrada. O próprio caráter ameno da crise cambial do Plano Real se adicionava às justificativas das autoridades argentinas de continuarem comprometidas com o Plano de Conversibilidade. Além disso, eram motivadas, também, pela mobilização internacional que evitou, na maior parte das crises cambiais e financeiras dos anos 1990, moratórias e colapsos na economia internacional (FRENKEL, 2003).

### **3.2.2 A crise do Plano de Conversibilidade e o colapso argentino**

O contexto de boas expectativas pouco se sustentou na Argentina ao longo do período entre 1999 e 2001. No final de 1999, foi eleito o presidente Fernando de la Rúa, já com um período de prolongada recessão, com a promessa de manter a âncora cambial e o regime de conversibilidade. Ao mesmo tempo, ataques especulativos recorrentes ocasionaram a reversão do fluxo de capitais e aprofundaram a crise do balanço de pagamentos, de forma que

o abandono do regime de conversibilidade, antes impensável politicamente, se tornava cada vez mais uma possibilidade (FERRARI FILHO; SILVA, 2006). A esperada retomada econômica, subjacente à lógica de que um novo ciclo de integração financeira se iniciaria após 1999, não se verificou. O contexto internacional de fechamento dos mercados internacionais para os emergentes não se reverteu, fenômeno que se ligava ao fim de um ciclo de expansão da economia dos Estados Unidos e à falta de confiança e otimismo no mundo globalizado e neoliberal (FRENKEL, 2003).

A única resposta disponível para a queda do PIB, impulsionada pelo desequilíbrio das contas externas e do governo, foi cortar custos. De la Rúa aumentou as taxas de juros ainda em 1999, na tentativa de atrair capital internacional. O aprofundamento da recessão, entretanto, se traduzia em menores receitas do governo, o que, por sua vez, exigiam um ajuste maior para cobrir os déficits crescentes. A situação fiscal também era um obstáculo à possibilidade de o governo socorrer bancos e empresas do setor privado (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009; EICHENGREEN, 2008). Subjacente ao problema, de caráter cada vez mais urgente, estava a necessidade de maior flexibilidade cambial e monetária. A economia argentina, dolarizada, com baixa inflação e dependente da confiança de investidores internacionais, incorreria em grandes perdas se desistisse do Plano de Conversibilidade. Entretanto, mantê-lo agravava o risco de colapso.

O cenário tornou-se particularmente problemático a partir de 2000, com a escalada do preço do petróleo e a apreciação do dólar, ao passo que os preços de produtos agrícolas e minerais, fortes na pauta de exportações argentinas, caíam. A dificuldade de se obter financiamento externo empurrou o governo argentino a aceitar juros maiores e prazos menores, aprofundando a recessão argentina e explicitando a insustentabilidade do Plano de Conversibilidade. Entretanto, com o apoio do FMI, De la Rúa conseguiu em 2000 contrair um empréstimo emergencial conquanto promovesse maiores ajustes, que, em um contexto de queda de demanda agregada, não conseguiam trazer maiores receitas para o governo (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009).

Na sua fase final, o governo trouxe Domingo Cavallo novamente para ser Ministro da Economia, em torno do qual houve grandes expectativas de que os problemas do Plano de Conversibilidade pudessem ser resolvidos. Assim, ele obteve do Congresso um aumento de poderes para enfrentar a crise argentina, tentando criar impostos para transações financeiras, subsidiar exportações e substituir a indexação do Peso ao dólar por outra que corresponderia a uma cesta de moedas. Em meio a esses ajustes, a falta de liquidez da economia, com taxas de juros elevadas, começou a levar as províncias argentinas a imprimir quase-moedas para

liquidar dívidas e saldar folhas de pagamentos (EICHENGREEN, 2008; FERRARI, 2006). No ano de 2001, a perda de confiança na solvência da economia argentina e na manutenção do regime de conversibilidade era irreversível. Aproximadamente 30% das reservas haviam sido perdidas ao longo da primeira metade de 2001, emergência à qual se respondeu pedindo mais apoio do FMI, que, em dezembro, anunciou que não seriam mais liberados novos empréstimos à Argentina, efetivamente fechando a última fonte de moeda de estrangeira do governo (FERRARI, 2006; SILVA, 2009).

O pânico financeiro, acoplado à fuga de capitais, levou o governo em um primeiro momento a fechar os bancos e, no dia 3 de dezembro, a limitar a quantidade passível de ser sacada para US\$250 por semana, medida que ficou conhecida como *corralito*. Em um contexto de extrema instabilidade social e política, houve o colapso tanto do Peso sobrevalorizado quanto do governo. Cavallo e De la Rúa renunciaram e, nesse período, houve uma rápida passagem de Adolfo Rodríguez de Saá pela presidência, que declarou a suspensão dos pagamentos da dívida externa do setor público, mas renunciou ao cargo oito dias depois por falta de apoio do resto dos governadores peronistas (CHUDNOVSKY; LÓPEZ; PUPATO, 2003). Nos primeiros dias de 2002, o novo presidente, Eduardo Duhalde, declarou o inevitável fim do Plano de Conversibilidade, tornando inconvertíveis os ativos dolarizados do sistema financeiro por meio de conversões forçadas ao Peso<sup>8</sup> (FERRARI, 2006; SILVA, 2009). Com os preços dos títulos argentinos em queda, a desvalorização de mais de 70% entre 2001 e 2002, com o abandono do regime de *currency board*, generalizou os problemas de insolvência por todo sistema financeiro, tornando as empresas inadimplentes. Nesse contexto, o governo não achou alternativa a declarar a moratória da dívida (ALDRIGHI; CARDOSO, 2009).

A depreciação do Peso era tal que a moeda se encontrava na proporção de três para um dólar na metade de 2002, ano que foi marcado por uma queda de quase 11% no PIB, um aumento para 18% da taxa de desemprego e para 20% na de inflação. No final daquele ano, restrições à retirada de depósitos e de investimento estrangeiro começaram a ser removidas, de forma que se iniciou um longo período de reestruturação da dívida argentina, tarefa encabeçada principalmente pelo futuro presidente, Néstor Kirchner (EICHENGREEN, 2008). Contudo, a recuperação da economia argentina já se deu no ano seguinte, sob um novo modelo de “câmbio competitivo”, que garantia a intervenção do Banco Central no mercado

---

<sup>8</sup> No processo de “pesificação”, depósitos bancários foram convertidos ao peso à taxa de 1,4 pesos para 1 dólar. Na tentativa de proteger devedores, empréstimos em dólar foram convertidos à taxa de 1 peso para 1 dólar, o que efetivamente faliu o sistema bancário (EICHENGREEN, 2008).

de câmbio para fomentar exportações sem deixá-lo depreciar livremente, além de uma recuperação dos preços dos produtos exportados (SILVA, 2009).

O impacto da crise do Plano de Conversibilidade se refletiu em uma grande depressão da economia argentina entre 1999 e 2002. Em um sentido mais amplo, era o resultado da afirmação do neoliberalismo no país. Sua implementação trouxe a Argentina para padrões de subdesenvolvimento que antes não compartilhava com seus vizinhos latino-americanos. Fenômenos sociais como a pobreza, o desemprego, relações de trabalho precárias, desigualdade elevada de renda eram relativamente distantes da realidade argentina até os anos 1990. Ainda que contassem com amplo apoio popular, as profundas reformas neoliberais no país, acompanhadas da estabilização monetária pela ancoragem do Peso, deterioraram os níveis socioeconômicos do país para, ao longo do Plano de Conversibilidade, levá-lo a sofrer uma profunda alteração em sua estrutura social (CUNHA; FERRARI, 2009).

Enquanto instituição econômica central para um país cuja maioria das instituições não tem boa reputação, o Plano de Conversibilidade era muito mais que um sistema de câmbio fixo. Na prática, ele se tornou uma base ordenadora de todo o sistema de contratos argentinos, de forma que sua defesa se tornava primordial mesmo em cenário de colapso iminente do país. Trata-se de um regime que já havia sobrevivido ao efeito Tequila, apesar de fazê-lo com cada vez maiores custos e dificuldades para uma eventual saída ordenada do plano. Em contrapartida, com o avanço da dolarização da economia argentina, acompanhada de endividamento público e cada vez menos capacidade de solvência externa, a possibilidade de um fim forçado do Plano de Conversibilidade foi se tornando gradualmente – e, depois, bruscamente – mais real (CHUDNOVSKY; LÓPEZ; PUPATO, 2003).

O cenário em 1999 não se caracterizava mais por um choque de natureza essencialmente financeira e de liquidez, como em 1995. Para O’Connell (2005), a crise argentina se iniciou fundamentalmente do “lado real”, visto que nesse primeiro momento o setor financeiro argentino parecia sólido, mesmo com todas as suas crescentes fragilidades. Dessa forma, a economia estava em um ponto de equilíbrio positivo forçado, com tentativas repetidas de diminuir déficits fiscais que, além de falhar em conseguir retomar a confiança dos agentes, aprofundaram o processo recessivo. Com o objetivo de se afastar de uma nova possibilidade de pânico financeiro como a que ocorreu em 1995, a Argentina entrou em um estado de administração de crise permanente após a Crise Mexicana, recorrendo, em alguns momentos, à estratégia – executada particularmente pelo governo brasileiro – de realizar uma política monetária exuberante, com taxas de juros excessivamente altas (PALMA, 2012).

Por fim, cabe compreender a posição do FMI frente à crise do Plano de Conversibilidade. O fundo foi alvo de duras críticas por, mesmo já tendo certa experiência com diversas crises cambiais e financeiras ao longo dos anos 1990, não ter auxiliado no necessário processo de mudança de regime da economia argentina. Sua estratégia de aumentar seu auxílio ao regime de estabilização argentino, ao passo que relaxava as metas fiscais argentinas, mandou recorrentes sinais conflitivos ao país (EICHENGREEN, 2008). Além disso, o foco na política fiscal como principal instrumento de política econômica para gerenciar a crise ignorava a realidade política e econômica argentina, ambas cada vez com crescente dificuldade de governabilidade. As reformas estruturais exigidas pelo FMI, com vistas a retomar a confiança na Argentina no início dos anos 2000, eram neutralizadas por uma realidade política e social instável, que as via como extremamente impopulares. Temas como a diversificação de exportações e o acesso a mercados, por exemplo, não foram incorporados na agenda dessas reformas, que insistiam no ajuste sem necessariamente proporcionar uma saída crível para a crise (CHUDNOVSKY; LÓPEZ; PUPATO, 2003).

No intervalo de pouco mais de uma década, portanto, a Argentina passou por uma instabilidade e uma volatilidade já conhecidas do país, e das quais o governo justamente tentava escapar. Entretanto, ainda que em um primeiro momento o Plano de Conversibilidade e o projeto neoliberal argentino tenham atingido a estabilidade monetária e o crescimento que o país almejava, a partir de 1999 ficou evidente que o sistema não era mais sustentável. Em 2001-2002, no intervalo de duas semanas, ocorreram quatro mudanças de presidente, sinalizando que a busca por instituições fortes, ligada também ao Peso forte e valorizado, sofreu um brusco colapso. Desse modo, o regime de conversibilidade foi mantido até sua exaustão.

### 3.3 O CASO BRASILEIRO COM A CRISE CAMBIAL DO PLANO REAL EM 1999

A experiência brasileira com a ancoragem cambial se deu em um contexto de fim da estratégia desenvolvimentista a partir da substituição de importações, particularmente importante para o País, visto que foi a experiência latino-americana que mais conseguiu avançar na consolidação de uma indústria nacional completa. O II PND visou ao impulso econômico em um contexto de adversidade nos anos 1970 e, também, à substituição de bens de capital, etapa importante do processo de substituição de importações brasileiro. Entretanto, a crise da dívida externa deu espaço para uma transição à experiência com o neoliberalismo no Brasil, que contou com grandes fluxos de capital internacional. Estes eram não mais

direcionados a pesados investimentos estatais, como nos anos 1970, mas a um plano de estabilização monetária em contexto de alta inflação.

### 3.3.1 O neoliberalismo dos anos 1990 e o Plano Real

Os anos 1990 no Brasil marcaram o fim do projeto de desenvolvimentismo via substituição de importações, cujos últimos anos foram caracterizados pela crise da dívida externa brasileira, que, ao ser superada, deu espaço à problemática da inflação galopante no País. Na segunda metade da década de 1980, a população brasileira assistiu a sucessivas tentativas, por parte do governo, de estabilização monetária com medidas heterodoxas, frequentemente relacionadas a congelamentos de preços<sup>9</sup>, que fracassaram. Mesmo assim, já se reconhecia a particularidade da economia brasileira por conta da indexação de preços generalizada, mecanismo que, ao refletir a busca dos agentes por se adiantarem à inflação, reproduzia-a, possibilitando ainda sua aceleração (FLIGENSPAN, 2010).

Durante esse período de descontrole e falta de solução efetiva para a questão, foi eleito Fernando Collor de Mello, que assumiu a presidência em 1990. Suas políticas de liberalização ilustram a ascensão assertiva do ideário neoliberal, que permearia as decisões de políticas econômicas no Brasil ao longo da década. As principais características dessas reformas foram a liberalização financeira a partir da desregulação de capitais e a tentativa de promover o comércio internacional a partir da diminuição de barreiras tarifárias. Essas eram acompanhadas por políticas fiscal e monetária restritivas, além da privatização de estatais. A partir de 1991, o Brasil experimentou uma escalada no saldo sua conta financeira, que quase quintuplicou seu valor até 1995 (JAYME, 2007). Esse paradigma foi um elo que se manteve entre os governos Fernando Collor, Itamar Franco e FHC, tomando posição central na forma como o Brasil pretendia se projetar internacionalmente no mundo globalizado. O Plano de Ação Imediata (PAI) de FHC, ainda ministro da Fazenda de Itamar Franco, previu um corte de US\$6 bilhões nos gastos do governo (o que representava 9% de gastos federais e 2,5% de todos os níveis do Governo), enquanto que buscou reforçar o controle no recolhimento de

---

<sup>9</sup> Esse mecanismo foi inicialmente aplicado com o Plano Cruzado, em 1986. O principal objetivo seria “quebrar” a inércia inflacionária e a indexação generalizada da economia. Entretanto, o congelamento gerava muitos desequilíbrios, primeiramente pelas diferentes situações econômicas no momento do congelamento. Além disso, havia uma bolha de consumo, proveniente do estancamento da inflação, que acabava estimulando formas de burlar o regime de preços congelados - viu-se nesse período, por exemplo, filas enormes, ágio e surgimento de “novos” produtos (para poder precificá-los novamente). Apesar do crescente rechaço da população brasileira à estratégia, ela foi tentada mais quatro vezes nos seis anos seguintes (FLIGENSPAN, 2010).

impostos e solucionar as situações fiscais dos governos estaduais (BAER, 1996). Como estratégia para a economia nacional, o estímulo às exportações foi sendo substituído pela busca por ganhos de produtividade e abertura às importações.

Nesses últimos dois governos, adicionou-se um importante fator à estratégia de estabilização monetária: a implantação do Plano Real, em julho de 1994. O plano proveio da proposta heterodoxa de “moeda indexada”, que previa a existência de uma moeda paralela que seria “virtual” à moeda oficial. Sua função seria de servir como “superindexador”, que, atrelado a algum valor reajustável que contasse com a confiança de agentes econômicos, ofereceria seguro contra a inflação passada. Eventualmente, em dado momento, quando toda a economia já estivesse indexada a essa moeda “virtual”, seria substituída a moeda antiga, levando consigo a inércia e a memória inflacionárias e a desconfiança histórica quanto à sua estabilidade. Quando comparado à estratégia de congelamento de preços, o plano, que havia sido desenhado quase uma década antes, mostrava-se engenhoso e complexo, de difícil compreensão pela população e com maior demora para gerar resultados. Portanto, houve a disposição política de antes tentar-se até exaustão a primeira estratégia para depois se aplicar a segunda (FLIGENSPAN, 1998).

O desenvolvimento do plano foi dado em três partes: primeiramente, era necessário adiantar-se aos problemas que surgiram recorrentemente durante os outros planos, ligados especialmente à deterioração das contas públicas frente ao estancamento da inflação e do imposto inflacionário, que tiveram principal foco no Fundo Social de Emergência que, assim como o PAI, visavam a um maior corte de gastos e aumento de receita via impostos. A segunda etapa foi o surgimento da “moeda indexada”, a Unidade Real de Valor (URV), cujo valor era vinculado ao dólar e, portanto, reajustado em cruzeiros reais, seguindo a política de minidesvalorizações cambiais a partir de índices de inflação passados. O URV só vigorou entre março e junho de 1994, posto que o plano foi acelerado – com adesões compulsórias dos salários à URV desde o seu início, diferentemente do que a proposta teórica propunha – para entrar na sua terceira etapa, a própria implantação do real, a partir do dia 1º de julho de 1994, a tempo de possibilitar a alavancagem política de FHC para as eleições de outubro do mesmo ano (FLIGENSPAN 1998).

Dessa forma, consolidava-se a transição para o que seria a peça fundamental para o programa de estabilização de FHC pós-indexação: a âncora cambial. O Real poderia flutuar livremente, contanto que não depreciasse para além da taxa de câmbio de um Real para um dólar. Com o Real valorizado, não só se combatia a inflação na medida que as variações de muitos preços internos se ancoravam nas estadunidenses, mas também na medida que se

possibilitava a entrada de importações mais baratas em reais e, logo, um aumento da oferta global para a bolha de consumo que surgia com o fim da inflação alta e o aumento do poder de compra de grande parte da população. Entretanto, a mudança brusca da situação de uma economia beirando a hiperinflação para uma com inflação baixa levou a uma série de quebras bancárias (FLIGENSPAN, 1998; KRUGMAN; OBSTFELD, 2010). A principal forma de preservar o Real sobrevalorizado era a manutenção de um grande volume de reservas internacionais, o que, por sua vez, exigia intensa entrada de dólares no País. Isto se deu pelas elevadas taxas de juros que o Banco Central brasileiro fixou durante o período, principalmente como forma de atrair capital especulativo, de curto prazo e volátil, cuja desconfiança na economia brasileira era compensada pelo prêmio financeiro do risco-país. Assim, essa se tornou a principal variável de ajuste e manutenção do plano contra os choques externos que ocorreram entre o começo e o fim da âncora cambial. Ainda que o plano tenha tido sucesso em combater a inflação, surgiu como contrapartida o fenômeno que Ferrari Filho e Sobreira (2004) chamaram de “armadilha de câmbio”, ou seja, sérias restrições macroeconômicas ligadas à deterioração da conta corrente e da dívida pública brasileira, que se tornava cada vez mais dependente de recursos externos para liquidar seus passivos de curto prazo.

O primeiro choque externo no período a vigência do Plano Real foi a Crise Mexicana. O fim do seu plano de estabilização, quando da depreciação do Peso mexicano, se deu em contexto de fuga de capital e de total esgotamento das reservas cambiais do País, causando o colapso da sua economia (HARVEY, 2009). A estratégia do governo de FHC, visando principalmente à manutenção do afluxo de recursos ao Brasil, foi a escalada das taxas de juros. Além disso, alterou o regime cambial inicial para um com bandas (faixas) de flutuação reajustáveis para cima (CANUTO, 2004). A partir de meados de 1995, portanto, a estratégia do Plano Real se aproximou à de um *crawling peg*, com minidesvalorizações similares às que marcaram em grande parte o regime cambial brasileiro desde 1964. Mesmo com a rigidez que o Plano Real impunha como estratégia de estabilização, ainda havia preocupação com o *trade-off* entre o efeito positivo do câmbio desvalorizado no balanço de pagamentos e seu efeito negativo sobre a estabilidade de preços, que historicamente ganhou particular atenção da administração macroeconômica brasileira (FRIEDEN; STEIN, 2001).

Apesar das rápidas perdas para o Brasil decorrentes da Crise Mexicana, e cuja fragilidade financeira já se tornava mais evidente, houve um igualmente veloz retorno de recursos privados ao País após o resgate de US\$70 bilhões da dívida mexicana por parte dos Estados Unidos e do FMI. A reação demonstrava o caráter volátil do capital especulativo,

visto que houve um movimento que, em um curto tempo, reconstruiu a “confiança” nos mercados emergentes e, especialmente, no Brasil, como se esse último estivesse imune das fragilidades financeiras que levaram o México à crise (PALMA, 2013). A garantia de que, independentemente do dano que os especuladores causassem, a lucratividade se manteria com a certeza de que instituições internacionais ou países sempre os resgatariam das crises, estimulava uma sequência agressiva de financiamentos especulativos que Palma (2013) chama de *bubble thy neighbour*. Em mercados financeiros desregulados, portanto, observou-se a migração de grandes volumes de capital de curto prazo entre os países em desenvolvimento quando algum entrava em crise, entre os quais o Brasil teve uma figura central.

Ainda que tenha sobrevivido ao choque mexicano, o Plano Real, auxiliado pela recuperação de um cenário internacional otimista, seguia com os mesmos problemas. As diferenças entre as taxas de juros nacional e internacional aumentaram em grande escala e permaneceram elevadas. A dívida do setor público iniciava um crescimento ascendente que afetava a confiança no regime cambial, que por sua vez exigia o uso cada vez mais frequente de dívidas expressas em dólar a taxas flutuantes (CARDOSO, 2001). Mesmo assim, o ano de 1996 foi marcado por uma distensão suave e controlada das políticas econômicas restritivas, visando à queda gradual das taxas de juros e a um leve aquecimento da economia brasileira. Afrouxaram-se algumas políticas de crédito, ao mesmo tempo em que o fluxo de IDE cresceu de US\$3,3 bilhões para US\$9,6 bilhões entre o fim de 1995 e o de 1996 (FLIGENSPAN, 1998).

Em julho de 1997, entretanto, teve início a Crise Asiática, a partir do fim da âncora cambial do baht tailandês, cujas consequências foram sentidas em grande parte do Leste Asiático. Em seis meses a moeda já havia se desvalorizado 112%, propagando-se um intenso contágio entre as economias integradas da região, cuja turbulência chegou também aos mercados asiáticos mais desenvolvidos, como o Japão, Hong Kong e Singapura. (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003). O impacto foi também fortemente sentido no Brasil, que foi alvo de um ataque especulativo em outubro de 1997, acentuando a fragilidade externa da economia brasileira e a vulnerabilidade do Plano Real, com uma redução significativa de capital especulativo na economia, afetando as reservas externas brasileiras. A reação do governo, além de um forte pacote de política fiscal e de medidas para atração do capital estrangeiro, foi recorrer novamente ao aumento brusco da taxa de juros (DE PAULA; ALVES, 2000). Ainda que cada vez mais se evidenciasse a inconsistência dos fundamentos macroeconômicos brasileiros, houve uma recuperação dos fluxos de capital de portfólio na

economia nacional, que se deu em parte como resultado do pacote de resgate liderado pelo FMI para os países asiáticos, especialmente após dezembro de 1997, quando do resgate de US\$72 bilhões para a Coreia do Sul (PALMA, 2013). A sinalização de que os regimes de ancoragem cambial nos países emergentes estavam ameaçados se tornava cada vez mais alarmante, de forma que a sequência de choques externos continuou fragilizando o Plano Real até que, eventualmente, o regime cambial não pudesse mais ser mantido.

### **3.3.2 A crise cambial do Plano Real e a turbulência macroeconômica brasileira**

A insustentabilidade da âncora cambial do Plano Real foi particularmente explicitada após a Crise Russa que eclodiu em agosto de 1998, quando o anúncio de moratória e desvalorização do rublo por parte do governo russo contagiou especialmente as economias do México, de Hong Kong e do Brasil, posto que eram os mercados emergentes mais líquidos no momento. Os eventos na Rússia ocasionaram um estancamento brusco da entrada de capital especulativo nas economias emergentes e fuga dos recursos de curto prazo que nelas estavam alocados. Isso se deu porque os investidores de portfólio perderam a confiança e reorganizaram suas carteiras de investimento, vendendo suas posições nas moedas locais para compensar perdas em outros mercados (KAMINSKY; REINHART; VÉGH, 2003). Um dos maiores exemplos desse fenômeno foi a precipitação do futuro colapso do fundo de investimento livre estadunidense *Long-Term Capital Management*, o que gerou desconfiança quanto à estabilidade de outros fundos similares (EICHENGREEN, 2003).

Desse modo, a postura volátil e otimista dos investidores em capital de portfólio, de comportamento *bubble thy neighbour*, não se sustentou após a Crise Russa. Como consequência, o contágio piorou os fundamentos macroeconômicos já fragilizados do Brasil, ocasionando uma fuga massiva de capital e o fechamento quase por completo dos mercados internacionais para países emergentes por vários meses. Somado a esse fator, havia um movimento de choque adverso nos preços relativos no Brasil, de forma que, entre janeiro de 1997 e janeiro de 1999, o índice de preços das exportações brasileiras caiu 15% para produtos básicos e 17% para os semifaturados. Dessa forma, as reservas brasileiras não conseguiram garantir a manutenção do Real sobrevalorizado, possibilitando uma crise de confiança nas situações fiscal e cambial (CANUTO, 2004; AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Essas, por sua vez, provinham de dois desequilíbrios, que se agravaram ao longo do Plano Real: o das contas públicas e do setor externo. Contudo, no contexto de proximidade da eleição presidencial no Brasil, a primeira após a emenda constitucional que permitia a

reeleição, a possibilidade de crise e perda de apoio popular era pouco admissível para o governo de FHC. Assim, buscou-se apoio externo do FMI, cujo pacote de ajuda de US\$42 bilhões exigia, ao mesmo tempo, um aumento brusco na taxa de juros como forma de política monetária dura, manutenção do regime cambial e um forte ajuste fiscal (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000). A manutenção do regime cambial foi instrumento político fundamental para a reeleição de FHC ainda no primeiro turno.

Entretanto, ainda no final de 1998, enquanto o FMI aprovava o pacote de auxílio ao Brasil, o Congresso rejeitou uma das principais medidas de ajuste fiscal previstas pelo fundo. Na sequência, no início de 1999, o Governo de Minas Gerais decretou moratória temporária da sua dívida externa. Esses eventos cumpriram o papel de consolidar a desconfiança crescente na capacidade do governo de manter seu regime cambial, de forma que os meados de que o País não cumprisse as metas fiscais exigidas pelo FMI, ou até mesmo entrasse em moratória, intensificaram a instabilidade nos mercados internacionais (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000). No início de janeiro de 1999, a situação já havia chegado a um ponto em que as reservas estavam caindo no ritmo de aproximadamente US\$1 bilhão por dia. Buscou-se, ainda, adotar um novo sistema de bandas na busca por desvalorizar de forma controlada o real, mas a cotação chegou rapidamente ao teto, levando o controle do governo sobre o câmbio ao seu fim. No dia 15 de janeiro de 1999, o Banco Central deixou o câmbio flutuar (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

Ainda que tenha ocorrido um *overshooting* inicial do real, cuja taxa de câmbio com o dólar no fim de janeiro já havia chegado a R\$1,99, a taxa de câmbio se estabilizou surpreendentemente rápido, após apenas 63 dias de operações. Similarmente, a inflação retornou rapidamente a um dígito e a produção industrial caiu apenas por um mês, iniciando um crescimento firme na sequência (EICHENGREEN, 2008). Já a partir da metade de 1999, com taxas de juros gradualmente menores e mais estáveis, começava a vigorar o regime de metas de inflação, no qual o Banco Central fixa previamente uma meta de inflação futura e manipula as taxas de juros de curto prazo para buscar atingir essa meta, que por sua vez é dentro de uma banda mais ampla. A esse arranjo adicionam-se os elementos de política cambial, de flutuação (“suja”) da taxa de câmbio, e fiscal, de metas de superávit primário das contas públicas. Fundamentalmente, a taxa de juros, não mais a taxa de câmbio, torna-se a variável-chave para o controle de preços, ao passo que essa última teria uma função de auxiliar a gestão do balanço de pagamentos (FLIGENSPAN, 2010).

A partir dessa experiência, Averbug e Giambiagi (2000, p. 7) constatam que “o Brasil promoveu a mudança de regime cambial mais bem-sucedida entre todos os países

emergentes, com uma desvalorização real substancial e um custo relativamente modesto em termos de nível de atividade e de inflação”. As razões por trás dessa experiência são analisadas no próximo capítulo, por meio de uma análise comparativa das crises argentina e brasileira. Entretanto, cabe ainda compreender o fim da âncora cambial brasileira enquanto um fenômeno de crise cambial.

A crise cambial do Plano Real proveio de desequilíbrios macroeconômicos que derivam do fato de que, em um ambiente institucional liberalizado, com alta mobilidade de investimentos financeiros e produtivos, políticas de estabilização domésticas são inerentemente desestabilizadoras. Os processos de deterioração econômica são endógenos ao regime, criando, por sua vez, uma crescente dificuldade para as autoridades econômicas de defendê-lo contra ataques especulativos. Em 1999, nem as reservas brasileiras e nem o pacote do FMI conseguiram sustentar a perda de confiança dos investidores em capital de portfólio (DE PAULA; ALVES, 2000). Nesse momento, o ataque especulativo contra o Plano Real desencadeou uma profecia autorrealizável.

Palma (2013) argumenta que a principal particularidade do caso brasileiro se encontra na exuberância do estilo de política monetária que o governo usou para proteger o Plano Real, a de que “não se deve ter medo de fazer o que for necessário”. Essa mentalidade era uma resposta à crença pós-crise do SME (1992) de que crises financeiras tinham diretamente suas origens em governanças monetárias e financeiras débeis. Ao evitar também uma explosão de crédito proveniente da entrada de capitais, como no caso mexicano, a partir de uma custosa esterilização destes últimos, criaram-se fragilidades financeiras insustentáveis. Acompanhadas de choques externos, estas levaram o governo e o Banco Central a um enorme esquema de financiamento de estrutura tipo “Ponzi” (dívida nova para pagar dívida velha).

A crise cambial do Plano Real possui uma relação direta com a forma como o paradigma neoliberal foi introduzido na América Latina e no Brasil. Para além de suas intrínsecas instabilidades, deve-se apontar a rapidez com que o desenvolvimentismo foi abandonado na região. Mesmo com a entrada massiva de IDE desde o plano Brady até imediatamente antes da crise do regime cambial (um salto de US\$1,8 para US\$41,3 bilhões), a parcela de investimento no PIB caiu de 26,9% para 16,9% (PALMA, 2013). Não por acaso, ao longo do Plano Real a taxa de crescimento da economia manteve-se baixa, mesmo com as promessas de ganhos de eficiência econômica provenientes da reforma liberalizante. O caso brasileiro deve esse fenômeno em grande medida ao seu estilo de política monetária,

acompanhado de um déficit fiscal alto e, portanto, de ceticismo dos mercados (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Ainda que a atração de capital especulativo tivesse a tarefa principal de sustentar as reservas elevadas para a manutenção da âncora cambial do Plano Real, cabe compreender por que o argumento de que se deve promover o financiamento externo desregulado para diminuir as restrições de investimento, central no paradigma neoliberal, não se manteve na América Latina. Palma (2013) avalia que

a elite capitalista latino-americana tem uma preferência tanto por consumo suntuoso, e por acumulação via ativos móveis (financeiros e fuga de capitais) ao invés de via formação de capital 'fixa'. E reformas neoliberais, ao invés de ajudar a reverter esse fenômeno, reforçaram-no pelo seu vasto processo de financeirização. [...] Reforma econômica e liberalização financeira parecem ter desencadeado mais fortemente os instintos predador e rentista das elites capitalistas da região (o primeiro especialmente durante o período de privatização e o último durante o de financeirização) em vez dos seus instintos Schumpeterianos (PALMA, 2013, p. 24, tradução nossa).

Dessa forma, a crise pela qual passou o Plano Real, com o fim da âncora cambial, contou com particularidades brasileiras, enquanto uma economia latino-americana que, ao longo da década de 1990, se reestruturou em torno do paradigma neoliberal ao passo que contou com um programa de estabilização monetária marcado por altas taxas de juros e de dívida pública. Ao mesmo tempo, ele se insere na conjuntura internacional de queda sequencial de regimes de ancoragem cambial, em um contexto de globalização financeira e volatilidade do capital especulativo. A estabilização da moeda brasileira contou com um custo alto que, a partir de desequilíbrios macroeconômicos, culminou na crise de 1999. Entretanto, os impactos dessa crise foram surpreendentes positivos, especialmente quando comparados à crise argentina de 1999-2002.

### 3.4 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Neste capítulo, foram apresentadas as duas crises cambiais que são núcleo deste trabalho: a brasileira, em 1999, e a argentina, em 2001-2002. A partir de uma contextualização do impacto do novo contexto monetário internacional pós Bretton Woods e da ascensão do neoliberalismo nos anos 1990, pôde-se atestar que a América Latina passou por profundas e rápidas transformações em um curto período de tempo. Os últimos resquícios do estado desenvolvimentista foram abandonados em busca de novos desafios que a globalização impunha à região. Em termos de política cambial, o principal deles foi a

manutenção de regimes cambiais fixos/estáveis em um contexto de crescente volume de fluxos de capitais e de desregulação generalizada dos mesmos. Abdicar do controle de capitais, em condição de regimes de câmbio fixo, implica abdicar da autonomia de política monetária nacional.

O caso de ancoragem cambial argentino aparentemente exigiu maior rigidez para ter sucesso. Com instituições historicamente marcadas por instabilidade e dada a euforia quanto à proposta neoliberal, a Argentina viu nas reformas de Carlos Menem uma saída para seus problemas macroeconômicos. O Plano de Conversibilidade tornou-se a base institucional para essa estabilidade, cuja falta de flexibilidade garantia maior confiança, de forma que, com a entrada maciça de capitais, um crescimento estável de três anos ocorreu no país. Entretanto, suas bases também eram pouco sólidas, posto que o *boom* de crédito no país conduziu a um forte endividamento privado, para além da dívida pública já em ascensão, que fragilizava os fundamentos macroeconômicos argentinos.

A esse fenômeno adicionaram-se uma sequência de choques externos, incluindo a própria desvalorização do real, que punham cada vez mais em risco a manutenção do plano. Entretanto, a reação do governo acarretava um aprofundamento do regime de conversibilidade, especialmente a partir da crescente dolarização da economia, como forma de garantir a estabilidade política, econômica e social argentina. A sobrevalorização do Peso argentino e a crescente insolvência do país puseram-no em cheque até o ponto que o Plano de Conversibilidade não pôde mais ser mantido. Ainda que, já em 2003, tenha se conseguido retomar o crescimento, a grande depressão argentina de 1999-2002 trouxe o país, que historicamente era um dos mais ricos e igualitários da América Latina, ao padrão médio de subdesenvolvimento da região.

No que tange ao caso brasileiro, pode-se dizer que a ascensão do ideário neoliberal no Brasil se deu já no início dos anos 1990, com a abertura comercial do País, e ganhou força com as reformas de FHC, além da adoção de políticas econômicas austeras, liberalização financeira e privatizações. Esse processo foi o pano de fundo para o Plano Real, que, baseado na proposta de “moeda indexada”, pretendeu controlar a inflação a partir de uma reforma monetária heterodoxa. Criou-se a URV e salários e preços foram indexados a ela, de forma que, meses depois, tenha-se abandonado o cruzeiro real para adotar o Real como moeda oficial do Brasil. O plano dependeu da manutenção de um alto montante de reservas internacionais, que provinham, além de investimentos diretos externos, principalmente de capitais especulativos. As taxas de juros elevadas eram a variável de sustentação do regime,

de forma que, durante as crises em mercados em desenvolvimento prévias à brasileira, eram aumentadas sempre que surgiam crises de confiança e fugas de capitais.

Esse sistema foi particularmente afetado pelo contágio da Crise Russa, que efetivamente provocou uma fuga de capitais do Brasil não só pela crise de confiança, como também pela realocação de ativos por parte dos investidores que haviam perdido dinheiro na crise de 1998. O posterior fechamento dos mercados financeiros internacionais para os países em desenvolvimento, somado a fundamentos macroeconômicos já frágeis, acarretou a crise cambial do Plano Real. Em janeiro de 1999, a moeda pôde flutuar e depreciar, sofrendo um *overshooting* inicial sem, entretanto, desencadear uma crise econômica profunda no Brasil. Mesmo assim, as fragilidades do plano de estabilização monetária brasileiro foram exemplo das bases instáveis sobre as quais evoluiu o regime cambial.

## 4 ANÁLISE COMPARATIVA DOS PROGRAMAS DE ÂNCORA CAMBIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA

O objetivo deste capítulo é realizar uma análise comparativa entre os processos de ancoragem cambial no Plano Real e no Plano de Conversibilidade, descritos no capítulo anterior. Para isso, primeiramente é feita uma análise quantitativa de variáveis macroeconômicas entre os anos de 1991 e 2002. Esse recorte temporal engloba o período de início e prosperidade da âncora cambial argentina (1991-1994), seu período de volatilidade após a Crise Mexicana (1995-1998) e seu triênio recessivo (1999-2002), com a âncora cambial sendo efetivamente encerrada nos primeiros dias de 2002. Além disso, incluem-se no período de análise também os primeiros anos do Plano Real, com a vigência do Real ancorado ao dólar (1994-1999). Na metade de janeiro de 1999, a moeda brasileira começa a flutuar mais livremente de acordo com o mercado cambial. Em seguida, é feita uma breve discussão sobre a diferença entre os impactos das crises cambiais do Plano Real e do Plano de Conversibilidade, respectivamente, visando à compreensão das razões por trás da experiência bem-sucedida de transição do regime cambial brasileiro e do colapso socioeconômico argentino.

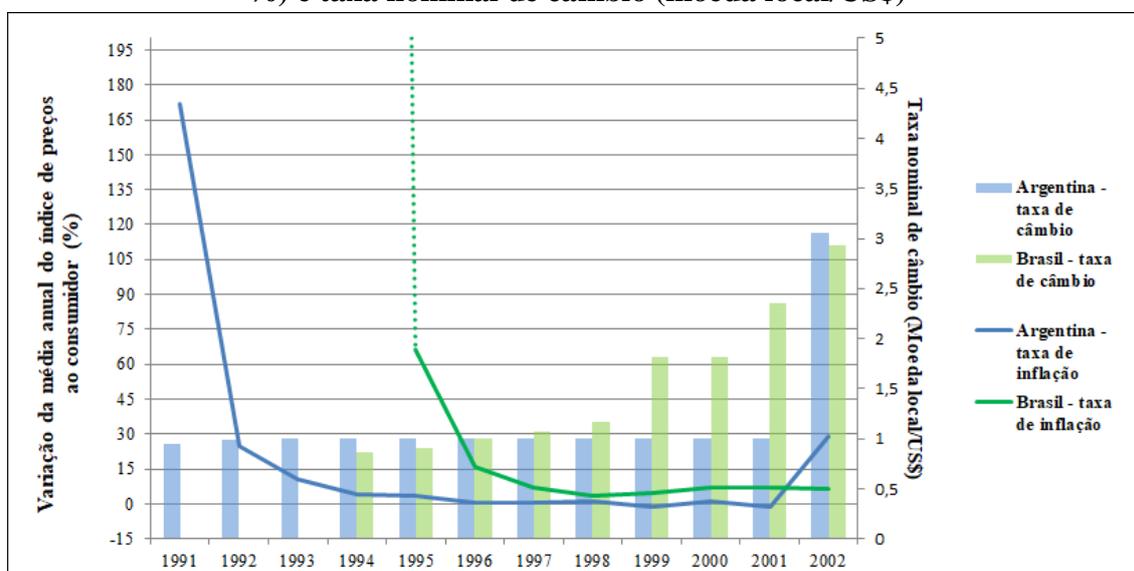
### 4.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA DURANTE A VIGÊNCIA DAS ÂNCORAS CAMBIAIS

O Plano Real e o Plano de Conversibilidade compartilhavam o mesmo objetivo imediato, que era o controle das taxas de inflação no Brasil e na Argentina, respectivamente. Para tanto, a taxa de câmbio foi ancorada ao dólar de forma a garantir uma convergência dos países à taxa de inflação estadunidense. A taxa brasileira se manteve mais alta que a argentina durante todo o período analisado, com exceção do ano de 2002, quando a âncora cambial argentina foi extinta.

Um primeiro fenômeno que cabe sinalizar é o período inicial dos planos, quando a taxa de câmbio já estava ancorada, mas a inflação persistia alta. Ainda que a tendência seja de rápido declínio das taxas, durante esse período há um processo de significativa sobrevalorização real das moedas pelo qual tanto a Argentina quanto o Brasil passaram. O Gráfico 1 também ilustra a diferença na rigidez dos dois regimes cambiais: no Brasil, experimenta-se o *crawling peg* logo a partir do seu segundo ano, com uma gradual desvalorização nominal da moeda, que atinge uma média de 1,16 dólar no ano de 1998,

representando um acúmulo de 33% de desvalorização desde 1994. Na Argentina, por outro lado, como esperado em função da discussão no capítulo anterior, o regime de paridade manteve-se fixo por todo o período do regime de conversibilidade, com uma taxa de câmbio que esteve ainda abaixo da razão 1:1 em 1991 e 1992. Quando analisada do ponto de vista da média anual, pode-se perceber que, para além de seus *overshootings* imediatos após a depreciação, a taxa de câmbio média R\$/US\$ em 1999 no Brasil era 56% maior que a de 1998. É uma depreciação significativa, mas pequena se comparada à de 206% em 2002 na Argentina com relação a 2001 – trata-se de uma maior tensão na âncora cambial, proveniente de uma transição descontrolada do Plano de Conversibilidade, cujo fim foi postergado até o eventual colapso político e econômico do país.

**Gráfico 1 – Taxa de inflação – medida pela variação nos preços ao consumidor (anual, %) e taxa nominal de câmbio (moeda local/US\$)**



Fonte: International Monetary Fund (2002, 2018); elaboração própria

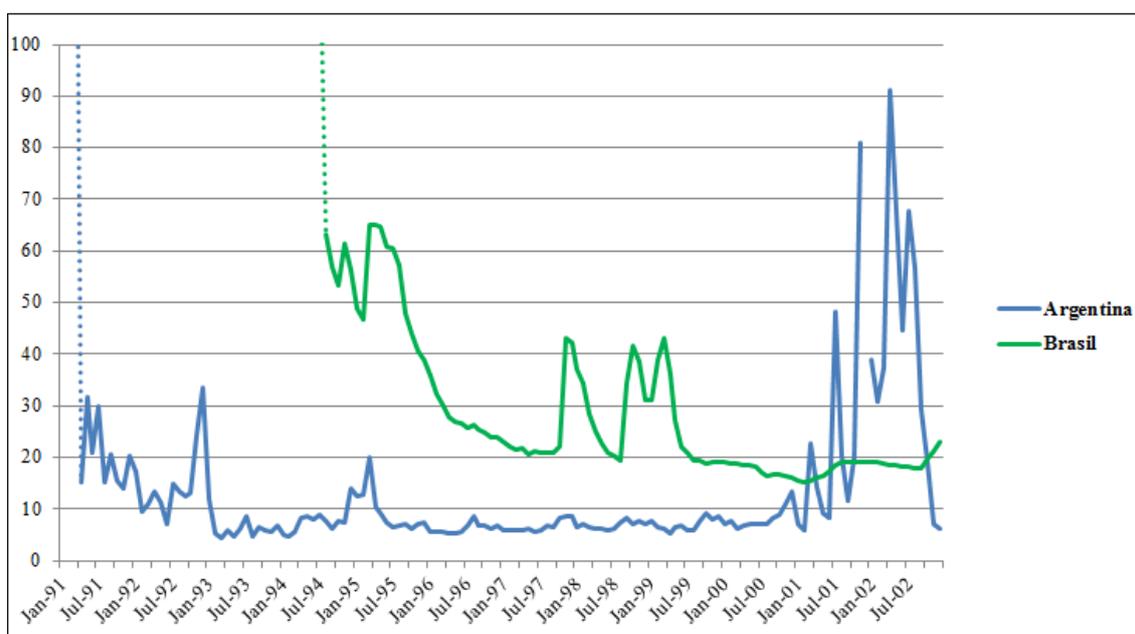
\* Médias de taxa de câmbio apenas a partir da criação do Peso em 1991 e a partir da criação do Real em 1994

Pode-se apontar ainda que a mudança cambial sob o Plano Real foi acompanhada de um aumento de inflação pouco significativo: a mesma foi de 3,2% em 1998 e se estabilizou em torno de 7% em 2000 até o fim do período analisado. Por sua vez, a Argentina, na recessão de 1999-2002, experimentou episódios de deflação, epifenômenos da própria queda do PIB argentino no período, além de um choque nos preços dos bens exportados pela Argentina, que não podiam ser compensados pela variação da taxa de câmbio. Mesmo assim, mais de dez anos depois da criação do Plano de Conversibilidade, a memória inflacionária argentina se mostrou parcialmente recuperada quando da depreciação do Peso argentino:

houve um disparo no índice de preços do consumidor de -1,1% em 2001 para 29% em 2002, o que ameaçou o próprio objetivo econômico básico que o Plano de Conversibilidade explicitamente se propôs a combater a partir de 1991.

No que diz respeito às taxas de juros da Argentina e do Brasil ao longo do período (Gráfico 2), ressalte-se seu papel central enquanto instrumento das autoridades monetárias para compensar o aumento da desconfiança dos investidores e para evitar fugas de capitais. Ao custo de um aumento de despesas financeiras, especialmente da dívida pública, recorre-se ao aumento da taxa de juros como uma resposta à queda na disposição de aplicar capital especulativo e voluntário à taxa de juros prévia. As principais razões dessa turbulência econômica ao longo dos anos 1990 foram os choques externos provenientes de outros mercados emergentes – com exceção da escalada da taxa de juros argentina em 1992, que foi uma reação à crise dos países desenvolvidos do SME. Especialmente no caso brasileiro, percebem-se aumentos bruscos nas taxas de juros ao fim de 1994 por conta do efeito Tequila; na segunda metade de 1997, como reação à Crise Asiática; e em 1998, fruto do contágio da Crise Russa, seguida da própria crise do Plano Real e fim da âncora cambial em 1999, última escalada da taxa de juros no período analisado.

**Gráfico 2 – Taxa de juros do mercado monetário (% a.a.)**



Fonte: International Monetary Fund (2018); elaboração própria.

\* Não há dados para a Argentina no mês de dezembro de 2001.

Uma importante diferença entre o Plano Real e o Plano de Conversibilidade diz respeito à taxa de juros média durante a vigência dos dois planos. Ainda que ambos

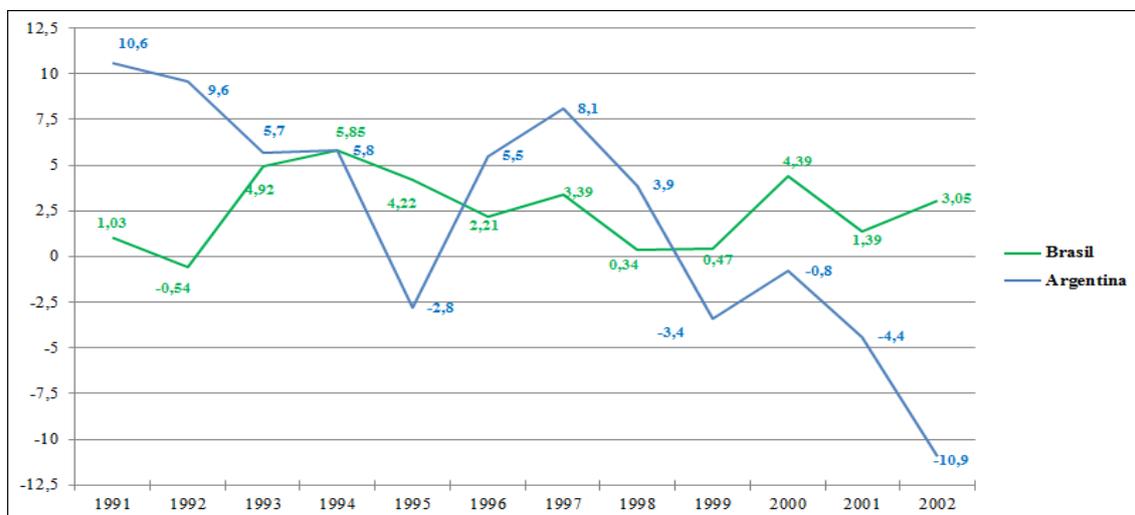
contassem com altas taxas de juros reais para uma realidade econômica de inflação tendencialmente baixa, o uso de taxas de juros elevadas, vigentes durante todo o plano de estabilização monetária brasileiro, não foi equiparado pelo argentino, à exceção do período de turbulência econômica e financeira a partir de 2001. Entre o início das âncoras cambiais e os primeiros meses após seus términos (abril de 1991 a julho de 2002 para o Peso; janeiro de 1994 a julho de 1999 para o Real), a média da taxa nominal de juros brasileira foi de 36,99%, significativamente maior que a média argentina, de 15,52%. As origens dessas diferenças estão principalmente na atividade do governo brasileiro de esterilizar a entrada de capital estrangeiro, ao passo que na Argentina o mesmo fenômeno se traduziu em um *boom* de crédito, destinado especialmente ao consumo, particularmente antes da Crise Mexicana de 1994, que expôs os riscos financeiros desse modelo de crescimento econômico. Ao passo que a partir de 2000 o Brasil conseguiu manter relativamente estável sua alta taxa de juros, a Argentina iniciou uma volátil escalada da sua, a qual ultrapassou a do Brasil pela primeira vez no período analisado em fevereiro de 2001, dada a intensificação da instabilidade resultante da crise do Plano de Conversibilidade.

As altas das taxas de juros praticadas no Brasil tiveram impacto significativo sobre o crescimento do País. A expansão econômica em grande medida deixou de ser uma prioridade para o governo, em detrimento da manutenção do Plano Real, aposta cujos custos eram altos. Mesmo assim, em termos anuais, não houve nenhuma recessão na economia brasileira durante o período analisado (Gráfico 3). Houve, entretanto, uma leve tendência de desaceleração do crescimento ao longo do Plano Real, que se refletiu em uma taxa de variação do PIB real quase nula no biênio de 1998-1999. A Argentina, por outro lado, contou com um quadriênio de alto crescimento entre 1991 e 1994, período de maior sucesso do Plano de Conversibilidade, muito impulsionado pelo crescimento significativo do acesso ao crédito pela população argentina, fenômeno puxado pela entrada maciça de dólares pela conta financeira.

A Crise Mexicana teve impacto significativo na Argentina, que, em um contexto de rigidez do plano de estabilização monetária, sofreu uma recessão em 1995. Seguiu-se, após esse período, um triênio de crescimento instável, com a situação do Plano de Conversibilidade já fragilizada. Assim, a crise começa pelo lado “real” da economia em 1999, para entrar em colapso em 2001-2002, com consequências socioeconômicas substanciais para o país. Analisando-se os resultados consolidados, dessa forma, durante o período analisado, o PIB real argentino acumulou um crescimento de 27,44%, menor que o brasileiro, que foi de 35,13%. A média anual de crescimento da economia durante o Plano de

Conversibilidade (1991-2002) foi de 2,04%; a média anual brasileira durante o período de âncora cambial do Plano Real (1994-1999) foi também maior nesse caso, de 2,73%.

**Gráfico 3 – Taxa de variação do PIB real no ano (%)**



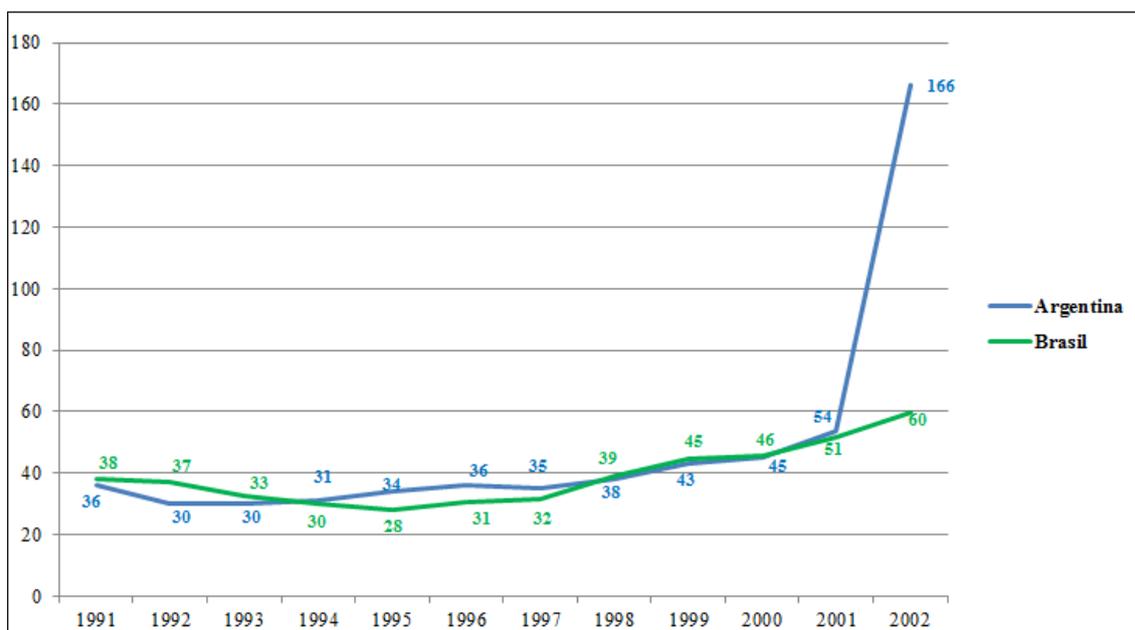
Fonte: Banco Central do Brasil (2018); elaboração própria.

O crescimento econômico, apesar dos programas de ajuste fiscal da Argentina e do Brasil, permitiu em um primeiro momento que os países conseguissem diminuir suas dívidas públicas (Gráfico 4), não apenas por essas não crescerem no ritmo do produto, mas por efetivamente serem compensadas com um aumento de receitas. Esse foi o caso argentino de 1991 para 1992 e o brasileiro de 1994 a 1995, com crescimento acompanhado por um superávit fiscal primário de 5,1% do PIB no segundo caso. Entretanto, a partir de 1993, a Argentina entrou em um processo de deterioração contínua – à exceção de uma leve recuperação em 1997, ano de maior crescimento do saldo das contas públicas sob o regime de conversibilidade no pós-Crise Mexicana –, tendência que seria seguida pelo Brasil a partir de 1995. Mesmo com taxas de juros mais altas que as argentinas, a dívida pública/PIB do Brasil se manteve abaixo a da Argentina durante quase todo o período de âncora cambial do Plano Real, com exceção do seu fim, quando disparou sete pontos percentuais, acompanhada pelo processo simultâneo de deterioração das contas públicas argentinas.

A crise cambial do Plano Real, ainda que tenha acarretado um gasto com juros reais de 7,51% do PIB em 1998, e a uma nova escalada da dívida pública também em 1999, ano da desvalorização do real, não se igualou à situação argentina. Este país, que após 1998 já experimenta uma aceleração da dívida pública, encara uma dificuldade com as contas públicas em geral e com uma crise cambial e financeira após a depreciação do Peso em 2002.

Seria necessário, nos anos seguintes, o arranjo voltado à reestruturação da dívida para a economia argentina pós-Plano de Conversibilidade, fragilizada e insolvente. No último ano em análise, portanto, a explosão da dívida pública argentina fez com que a situação das finanças públicas brasileiras em 2002, mesmo após uma contínua escalada da sua dívida pública desde o fim da âncora cambial, ainda estivesse significativamente melhor em termos relativos.

**Gráfico 4 – Dívida pública/PIB (%)**



Fonte: IPEA (2018) e Guzmán; Todesca; Mira (2011); elaboração própria.

Esse fenômeno se relaciona com o impacto da depreciação sobre cada país. Como visto, o fim da âncora cambial aumentou a taxa de câmbio do Real para um patamar consideravelmente mais elevado, mas relativamente baixo se comparado à depreciação média de mais de 200% do Peso no seu primeiro ano fluando (meses depois do fim da âncora, de forma “suja”). Entretanto, intermediando a depreciação e seu impacto na economia – financeiro, monetário e real – está o grau de dolarização (Tabela 1). Reinhart, Rogoff e Savastano desenvolveram um índice para analisar esta variável, composto pela

soma (normalizada) de depósitos bancários em moeda estrangeira como uma porção da base monetária [broad money], dívida externa total como uma porção do PNB e dívida pública doméstica denominada em (ou indexada a) uma moeda estrangeira como uma porção da dívida pública doméstica total. Cada um dos três componentes é previamente transformado em um índice que pode ter um valor de 0 a 10 (REINHART; ROGOFF; SAVASTANO, 2003, p.8, tradução nossa).

A partir dessas variáveis, os autores criaram o índice composto de dolarização que varia de 0 (economia totalmente não-dolarizada) a 30 (economia totalmente dolarizada). A autora e os autores argumentam, ainda, que uma economia com índice *muito alto* de dolarização apresentaria um índice entre 14-30; entre 9-13, seria *alto*; entre 4-8, seria *moderado*; e entre 0-3, seria considerado *baixo*.

**Tabela 1 – Variáveis do índice composto de dolarização (média entre 1996-2001)**

	Depósitos bancários em moeda estrangeira	Dívida doméstica em moeda estrangeira	Dívida externa	Composto
<b>Argentina</b>	6	9	5	<b>20</b>
<b>Brasil</b>	0	3	4	<b>7</b>

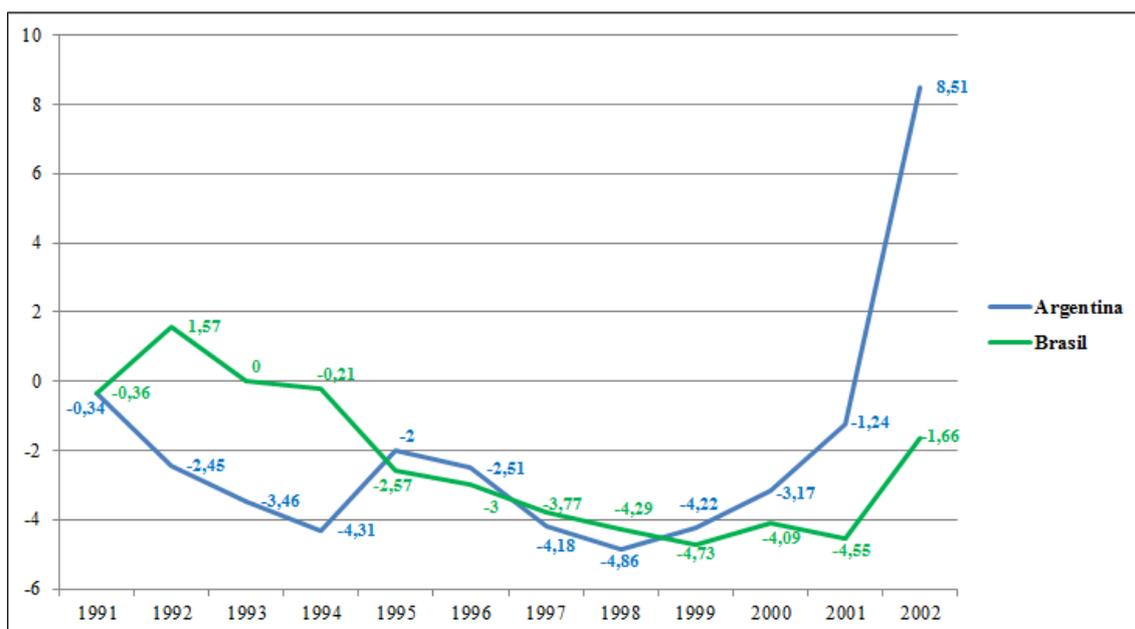
Fonte: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003); elaboração própria.

Dessa forma, ao passo que o Plano Real não incentivou depósitos bancários em moeda estrangeira, esse fenômeno teve significativo peso na economia argentina durante o Plano de Conversibilidade. Especialmente importante, entretanto, é a dívida do país denominada em moeda estrangeira, o que por si só já o leva a ter um índice composto de dolarização no mínimo alto. Como visto, à medida que o país enfrentava desconfiança e choques externos, sua resposta fundamentalmente se traduzia em um aprofundamento do regime de conversibilidade e promoção de uma economia mais dolarizada e, portanto, passível de garantir segurança aos investidores internacionais quanto à sua rentabilidade. Ambos os países analisados, mas em especial a Argentina, são um exemplo de aumento da vulnerabilidade externa à qual foi necessário submeter a economia nacional para garantir o sucesso dos seus planos de estabilização monetária. O pecado original mostrou-se circunstância central para a dinâmica de endividamento e de entradas de recursos financeiros no Brasil e na Argentina, de forma que as depreciações do Real e do Peso tiveram impacto na deterioração financeira de ambos os países. O grau de maior dolarização na argentina ajuda a explicar a aversão das autoridades econômicas à ideia de encerrar a âncora cambial do Peso, visto que suas consequências para a dívida pública e privada argentinas, especialmente a partir do episódio de “pesificações”, seriam gravíssimas.

Um fenômeno recorrente em ambos os planos de estabilização monetária com âncora cambial é a deterioração do saldo em conta corrente (Gráfico 5), cujos déficits contínuos criavam uma dependência de influxos de capitais, e, logo, de vulnerabilidade das economias emergentes a esses fluxos, muitas vezes de caráter volátil, para financiá-las. A sobrevalorização cambial era obstáculo a um potencial ajuste do balanço de pagamentos, de

forma que houve aumento significativo das importações e uma perda de competitividade e rentabilidade pelas exportações, resultados também da abertura econômica promovida pelas reformas liberais. Dessa forma, a balança comercial, positiva no primeiro ano de ambos os planos de estabilização monetária, manteve-se deficitária durante o resto dos seus respectivos períodos de vigência com ancoragem cambial. Com relação à balança de rendas prévia às desvalorizações, o déficit brasileiro dobrou entre 1994 e 1998, ao passo que o argentino mais que triplicou entre 1991 e 2001.

**Gráfico 5 – Saldo em conta corrente/PIB (%)**



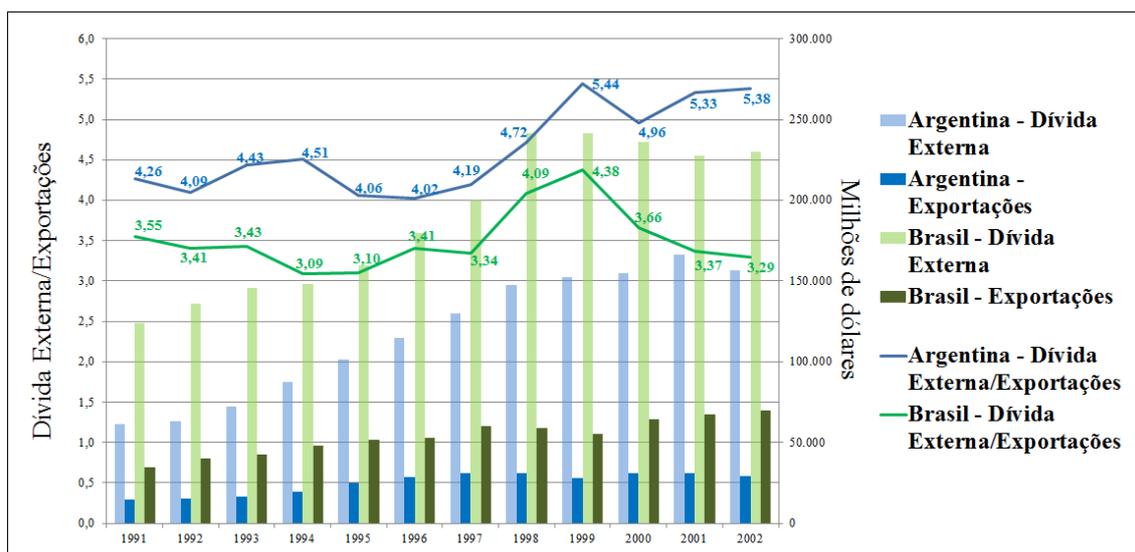
Fonte: Cepalstat (2018); elaboração própria.

Nesses mesmos períodos, a média anual da relação conta corrente/PIB durante a âncora cambial do Plano Real foi de -2,76% do PIB; a da Argentina, durante o Plano de Conversibilidade, foi de -2,97%. Observa-se, no caso argentino, uma correlação entre os períodos de recessão e de diminuição do déficit em conta corrente/PIB. A queda do PIB, aliada à depreciação do Peso, nesse sentido, teve forte impacto também na imediata melhora da situação externa argentina em 2002, resultado de uma queda de 64% das importações. Tal reação não ocorreu após a depreciação do Real em 1999: as importações só recuaram 15% (CEPALSTAT, 2018).

No que diz respeito à solvência externa do Brasil e da Argentina, a relação entre dívida externa e as exportações (Gráfico 6) explicita a crescente incapacidade argentina e brasileira de administrar seus estoques de dívida externa com base nos fluxos de exportações.

Ao longo do período do Plano Real sob âncora cambial, percebe-se uma deterioração de tal razão, com exceção do ano de 1997, que apresentou uma pequena melhora por conta de uma recuperação das exportações brasileiras. O abrupto crescimento da dívida externa em 1998, sem contrapartida em uma melhora no lado real das contas externas brasileiras, levou a um crescimento significativo da insolvência brasileira, a qual, porém, conseguiu se recuperar para níveis pré-crise após 1999.

**Gráfico 6 – Relação entre dívida externa e exportações de bens e serviços**



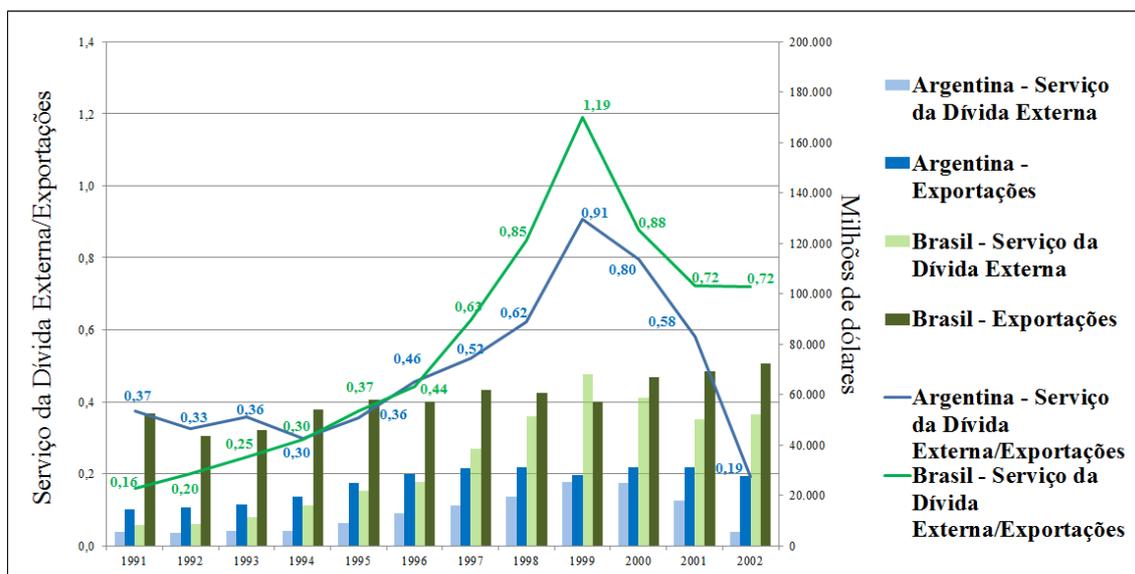
Fonte: CEPALSTAT (2018); elaboração própria.

A Argentina, por sua vez, apresentou uma deterioração significativa da sua solvência externa ao longo do Plano de Conversibilidade, com uma forte recuperação após a Crise Mexicana – chegando a alcançar superávits na balança comercial em 1995 e 1996 –, mas acompanhados de uma brusca escalada da dívida externa a partir de 1997. Durante todo o período analisado, a relação dívida externa/exportações foi em média 32% mais alta na Argentina do que no Brasil.

Com relação aos fluxos de pagamento referentes à dívida externa em termos dos fluxos de exportações (Gráfico 7), indicador de solvência que mede a capacidade de liquidar tais despesas com base nas exportações correntes, houve uma deterioração significativa em ambas as economias, especialmente a partir de 1995, devido ao pagamento das amortizações da dívida externa referente ao Plano Brady. A partir do Plano Real, há um crescimento dessa variável no Brasil em conjunto com a Argentina. Entretanto, já a partir de 1997 avança

consideravelmente mais rápido o serviço da dívida externa brasileira que a da dívida externa argentina.

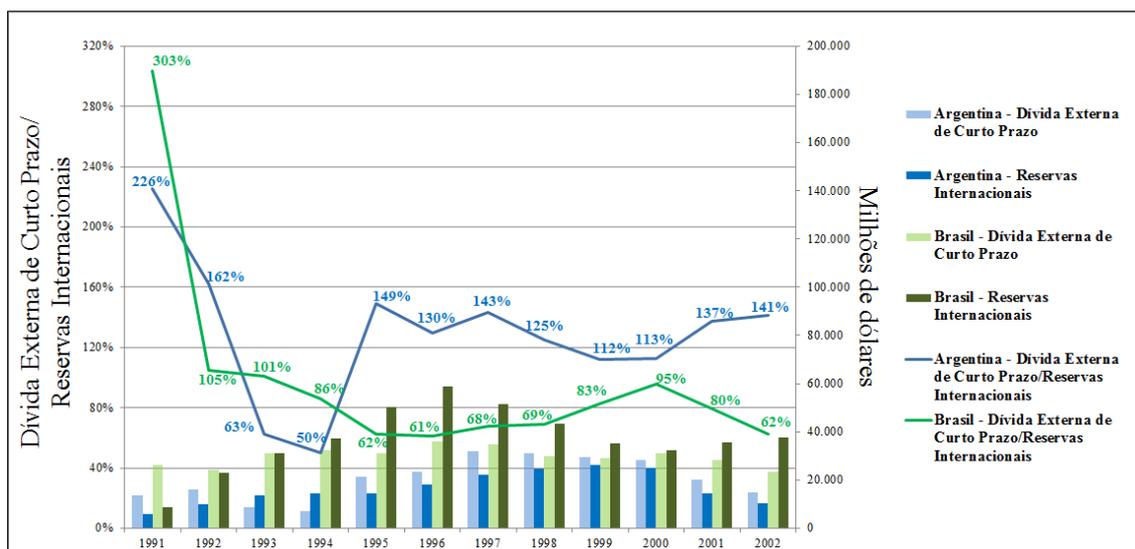
**Gráfico 7 – Relação entre serviço da dívida externa e exportações de bens e serviços**



Fonte: World Bank (2018); elaboração própria.

Em 1999, a receita das exportações brasileiras, mesmo se hipoteticamente fosse dedicada na sua integralidade ao pagamento de juros e amortizações da dívida externa brasileira, não conseguiria cobrir essas obrigações. Os juros altos do Plano Real faziam com que a situação brasileira fosse significativamente pior que a argentina. Após a depreciação do real, o Brasil viu um crescimento das suas exportações e diminuição significativa do serviço da sua dívida externa com relação aos níveis de 1999. Especialmente a partir desse ano, pode-se também perceber uma queda contínua do serviço da dívida externa argentina, o que se dá justamente pela incapacidade de pagá-lo, encaminhando o país de uma situação de insolvência técnica para, no limite, uma de moratória.

Por fim, analisam-se as posições de liquidez do Brasil e da Argentina sob o parâmetro da dívida externa de curto prazo como fração das reservas internacionais (Gráfico 8). Tal variável auxilia na compreensão do risco tanto da moeda doméstica quanto da vulnerabilidade dos planos de estabilização monetária frente à volatilidade do capital especulativo doméstico e internacional. Nesse sentido, a forte entrada de capitais no Brasil causou uma redução no patamar dessa vulnerabilidade. Entretanto, houve uma escalada especialmente no período do fim da âncora cambial do Plano Real em 1998-1999, em um contexto de queima de reservas em busca da manutenção da taxa de câmbio.

**Gráfico 8 – Relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais**

Fonte: World Bank (2018); elaboração própria.

A situação argentina, por sua vez, se caracterizou por um aumento de três vezes no peso da dívida externa de curto prazo sobre as reservas internacionais após 1994, fruto de uma perda de reservas no contexto do efeito Tequila, ao mesmo tempo em que houve brusco aumento da dívida externa de curto prazo. A recuperação no triênio 1997-1999 se deu principalmente pela recuperação das reservas argentinas. Contudo, a partir de 2000 percebe-se uma rápida queda tanto no estoque da dívida externa de curto prazo quanto no de reservas internacionais, sendo esta última relativamente mais forte. Após o início do Plano Real e a Crise Mexicana, com exceção de 1994, a economia argentina se mostrou mais vulnerável que o Brasil em termos de liquidez. Entre 1994 e 2002, teve em média uma relação dívida externa de curto prazo/reservas internacionais 73% maior que a do Brasil.

#### 4.2 OS IMPACTOS DA CRISE CAMBIAL DO PLANO REAL E DO PLANO DE CONVERSIBILIDADE

As crises cambiais do Plano Real e do Plano de Conversibilidade se inserem na sequência de crises em mercados emergentes que tinham objetivos similares de buscar estabilidade monetária e se adaptar à realidade da economia internacional neoliberal e globalizada dos anos 1990. Entretanto, quando comparadas, as experiências brasileira e argentina apresentam diferenças substanciais com relação aos impactos das suas respectivas crises. A partir da análise quantitativa feita na seção anterior, já se evidencia a maior vulnerabilidade argentina durante seu plano de estabilização monetária com âncora cambial,

além de um maior choque desse na sua economia, em última instância concretizado na grande depressão argentina de 1999-2002.

Em contraste, a experiência brasileira de transição no regime cambial pode ser classificada como a mais bem-sucedida entre os mercados emergentes na época. Averbug e Giambiagi (2000) argumentam que o Brasil nunca teve um histórico, mesmo nas suas piores crises, de grandes contrações no PIB; além disso, o País já estava em trajetória de baixo crescimento nos anos anteriores à eclosão da crise. A Argentina, por outro lado, conta com um longo histórico de volatilidade do seu produto, sendo o próprio período do Plano de Conversibilidade um exemplo desses movimentos intercalados de alto crescimento seguido de forte recessão na economia.

Um elemento central para a diferenciação das crises brasileira e argentina é o papel central da crise financeira ou bancária nesta última e a inexistência de uma na primeira. Mishkin et al. (2003) avaliam a crise cambial brasileira como uma crise de balanço de pagamentos de primeira geração. Nesse sentido, não houve problemas significativos de fragilidade no sistema financeiro nacional: na verdade, a situação do sistema bancário brasileiro era bastante sólida em 1998-1999 e, por consequência, a depreciação do Real não desencadeou uma crise financeira. Essa estrutura institucional mais regulada do sistema bancário tem suas principais origens na crise bancária ocasionada com o fim do estado de elevada inflação da economia brasileira em 1994 e ainda mais após o efeito Tequila. Ambos os episódios acarretaram a falência de bancos e foram um alerta para que o governo brasileiro instituisse os padrões da Basileia, que fortaleciam e regulavam o sistema financeiro. Houve uma série de medidas para reestruturá-lo, acompanhadas de regulações como requisitos mínimos de capital para a constituição de um banco, níveis mínimos para o patrimônio líquido das instituições financeiras, etc.. Além disso, a criação do Proer, Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional tinha como objetivo garantir a liquidez e solvência da economia brasileira (AVERBUG; GIAMBIAGI, 2000).

O início do Plano Real também teve um peso na forma como que ele foi conduzido: em 1994, a crise do SME já havia abalado os mercados financeiros europeus, e, logo no começo do plano, eclodiu a Crise Mexicana. Ao passo que grande parte dos países latino-americanos, incluindo a Argentina, experimentaram um *boom* de crédito ligado à entrada de capitais privados, o governo brasileiro ativamente cortou crédito ao setor privado durante todo o Plano Real. Buscava-se evitar as dinâmicas pró-cíclicas do crédito a partir de uma “cortina de ferro” em volta do capital internacional pelo Banco Central, via esterilização e

juros altos (PALMA, p. 16, 2012). Na Argentina, como discutido, esse crédito se traduziu principalmente em aumento de consumo e em uma bolha de ativos – diferentemente, portanto, do caso asiático, cujo principal direcionamento do crédito foi o financiamento dos investimentos. Nesse sentido, enquanto que entre 1994 e 1997 as vendas de carros novos no Brasil cresceram 39%, na Argentina, entre 1991 e 1995, cresceram 400% (PALMA, 2012).

É importante ressaltar que a Argentina também havia passado por uma reestruturação do seu sistema financeiro nacional após a Crise Mexicana. Entretanto, no contexto de regime de *currency board* e de déficits fiscais, pouco poderia ser feito para evitar a eclosão dos problemas de insolvência e de iliquidez da economia argentina ao fim do Plano de Conversibilidade. Essencialmente, o Plano Real era claramente mais flexível e cauteloso que o Plano de Conversibilidade argentino (BATISTA JR., 1996). Esse último se deu em um contexto de prioridade máxima do governo Menem e de Domingo Cavallo em reforçar a confiança do empresariado e dos investidores na economia argentina à luz do pensamento neoliberal. Rodrik (2011, p. 111, tradução nossa) afirma que “no início dos anos 1990, o recorde argentino em liberalização do comércio, reforma tributária, privatização e reforma financeira era o maior da América Latina. Isso era o Consenso de Washington levado ao extremo e acabou por ser certo para o curto prazo, mas não para o longo”.

Ainda para Rodrik (2011), a Argentina é um exemplo da incompatibilidade entre democracia nacional e profunda globalização. Dessa forma, ainda que a manutenção de políticas austeras e da confiança do mercado fosse o objetivo último do governo durante boa parte do Plano de Conversibilidade, havia desconfiança sobre até que ponto a população, o Congresso e mesmo as províncias tolerariam essas políticas. Os déficits fiscais se concentravam nos governos provinciais, e o descontentamento generalizado da população argentina com a iminência do fim do regime de conversibilidade levou a uma instabilidade extrema na política argentina.

Entretanto, durante boa parte do Plano de Conversibilidade houve a euforia de um “Peso forte” para a sociedade argentina. Tratava-se da superação do processo inflacionário dos anos 1980 e, especialmente nos primeiros anos, de uma base para um rápido crescimento do PIB. O neoliberalismo, nesse sentido, tinha um papel para a sociedade argentina de tanto ser plataforma de avanço ao capitalismo “moderno” quanto de resgate da posição privilegiada que a Argentina construiu no seu período agroexportador, sob a égide do liberalismo clássico. Portanto, o processo de formação do país teve um papel significativo sobre o modelo radical de implantação do neoliberalismo e do regime de conversibilidade que o país adotou a partir de 1991 (CUNHA; FERRARI, 2009). Em comparação, um processo de substituição de

importações foi levado a cabo no Brasil, chegando-se à etapa de substituição de bens de capital nos anos 1970 com o II PND. A formação econômica brasileira perpassou, portanto, um período de transformações estruturais ao longo do seu período desenvolvimentista, mudanças essas que um novo modelo agroexportador pouco colocava em cheque. As razões apontadas pelas quais a sociedade argentina teria maior afinidade ao neoliberalismo não se verificam da mesma forma na história econômica brasileira.

Como também previamente apontado, a maior rigidez do Plano de Conversibilidade se mostrava necessária em função da reduzida confiança com que contavam as instituições argentinas. Um histórico de moratórias e de instabilidade do produto e da inflação marcava, para Menem, a necessidade de um compromisso total do governo argentino ao seu regime de estabilização monetária. O Plano Real também era objetivo central do governo brasileiro, que demonstrava seu compromisso com ele aumentando a taxa de juros após qualquer choque externo (FLIGENSPAN, 2010). Entretanto, a manutenção de certa flexibilidade do *crawling peg* não se apresentava como uma opção para a Argentina, cujo regime de *currency board* e o aprofundamento do processo de dolarização eram objetivos últimos da constituição de uma economia confiável para os investidores e passível de receber altos volumes de capital estrangeiro. Dessa forma, no *trade-off* entre flexibilidade e estabilidade apontado por Frieden e Stein (2001), a política econômica argentina estava consideravelmente mais ao lado da segunda opção do que a brasileira, fato que tem papel central na explicação da maior intensidade da crise do Plano de Conversibilidade, com todos os seus impactos socioeconômicos, para a Argentina em relação à crise cambial do Plano Real para o Brasil.

#### 4.3 CONCLUSÕES PRELIMINARES

Esse capítulo teve como objetivo central prover uma análise comparativa das crises cambiais argentina e brasileira. Dessa forma, a partir de uma revisão das teorias das crises cambiais e financeiras de países emergentes ao longo dos anos 1990 e de uma descrição dos casos específicos do Brasil e da Argentina, procurou-se observar as variáveis macroeconômicas das suas respectivas economias entre 1991 e 2002, período de vigência da âncora cambial argentina, e 1994 e 1999, período de vigência da âncora cambial do Plano Real. Observaram-se, para cada país, a taxa de inflação dos preços ao consumidor e a taxa de nominal de câmbio com relação ao dólar; as taxas de juros do mercado monetário; a taxa de variação anual do PIB real; a relação entre dívida pública e PIB; o índice composto de dolarização; a relação entre saldo em conta corrente e PIB; a relação entre dívida externa e

exportações; a relação entre o serviço da dívida externa e exportações; e a relação entre a dívida externa de curto prazo e reservas internacionais.

Verificou-se que o Brasil, com sua inflação acima da Argentina ao longo de quase todo o período analisado, cresceu mais que a Argentina entre 1991 e 2002. O Plano Real contou com juros consideravelmente mais altos que o Plano de Conversibilidade. A Argentina, com uma economia significativamente mais dolarizada e com grandes turbulências econômicas, viu sua dívida pública/PIB disparar com a depreciação do Peso, fenômeno cuja intensidade foi mais reduzida no caso brasileiro. Ainda que o Brasil tenha contado com uma elevada razão serviço da dívida externa/exportações, a evolução da insolvência argentina se mostrou central para a compreensão da moratória da sua dívida acumulada ao longo do Plano de Conversibilidade. Em termos de liquidez, percebe-se também que o Brasil durante todo o seu plano de estabilização monetária sob uma âncora cambial – com exceção de 1994 – esteve menos vulnerável que a Argentina.

Dessa forma, coube também realizar uma breve análise qualitativa do diferencial das duas crises cambiais. O Brasil fundamentalmente não passou por uma crise financeira, ao passo que a economia argentina dolarizada não conseguiu evitá-la. O alinhamento indiscutível do governo argentino ao Plano de Conversibilidade, dentro do paradigma neoliberal, encontra justificativa principalmente na formação econômica argentina, cujo auge foi prévio à industrialização e que, portanto, tinha maior zelo pela retomada de ideais de liberalização que a sociedade brasileira. Dessa forma, em contexto de maior rigidez do regime de estabilização monetária baseado em âncora com o dólar, já afetada por uma série de choques externos, a insustentabilidade do regime cambial argentino se traduziu em um colapso do país em 2002, ao passo que o Brasil em 1999 não viu uma deterioração significativa da sua economia.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou as crises cambiais que ocorreram na Argentina e no Brasil respectivamente sob o Plano de Conversibilidade e do Plano Real. Buscou-se, através dos três capítulos desenvolvidos, apresentar o problema dos regimes cambiais e das crises cambiais e financeiras; desenvolver os casos estudados da Argentina e do Brasil; e analisá-los comparativamente a partir das variáveis macroeconômicas discutidas e do que foi exposto no capítulo anterior.

No primeiro capítulo, foram apresentados elementos de fundamentação teórica para a análise das crises cambiais e financeiras, especialmente em mercados em desenvolvimento. Viu-se que, na gestão da política cambial, há um importante *trade-off* entre flexibilidade e estabilidade/credibilidade a ser levado em conta pelas autoridades monetárias quando da tomada de decisão. A condição dos mercados emergentes geralmente exige buscar credibilidade para conseguir maior acesso aos mercados financeiros internacionais. Nesse sentido, foram discutidos os regimes cambiais fixos, entre os quais podem-se destacar o *currency board* e o *crawling peg*. Enquanto que o primeiro busca credibilidade de forma radical, comprometendo-se a lastrear sua base monetária às reservas internacionais, o segundo mantém um grau de autonomia na política monetária nacional. Além disso, foi feita uma análise sobre os impactos que a dolarização parcial da economia, o que se relaciona à questão do pecado original: as circunstâncias mais frágeis para a situação externa de mercados emergentes que não podem emitir uma moeda forte.

No que tange às teorias das crises cambiais, inicialmente foram apresentadas as três “gerações” de modelos clássicos para o tema. A primeira, elaborada principalmente por Krugman (1979), sugere que a inconsistência dos fundamentos macroeconômicos seja o principal fator desencadeador das crises cambiais, que ocorreriam com a reação de agentes racionais que causam uma fuga de capitais a partir de certo ponto de deterioração macroeconômica. A segunda geração, elaborada principalmente por Obstfeld (1994), traz o comportamento do governo para o modelo, especialmente frente ao *trade-off* de manter o regime de câmbio fixo ou buscar uma desvalorização controlada sob risco de perder controle sobre a taxa de câmbio. A terceira e última geração, cujos principais trabalhos são de Calvo e Mendoza (1996) e de Krugman (1999), dá mais atenção ao caráter especulativo por trás de crises cambiais e financeiras, demonstrando as possíveis fragilidades do sistema financeiro em um contexto de *moral hazard*. Assim, pode haver uma complementaridade entre crises

financeiras a crises cambiais, relacionando-se ao conceito de contágio financeiro, no qual se percebia um “efeito dominó” entre as crises cambiais na década de 1990.

Também foi apresentada a análise de Harvey (2009) para fundamentação teórica desse trabalho, enquanto teoria pós-keynesiana que visa à incorporação de comportamentos especulativos, de *bandwagoning* e de fragilidade financeira – baseada na obra de Minsky (1985) – no seu modelo extensivo de crises cambiais e financeiras. Existem três dinâmicas simultâneas (os giros de retroalimentação), que influenciam variáveis-chave, como a expectativa de lucro do investimento físico, o valor do ativo doméstico, o valor da moeda doméstica caso a mesma flutuasse ou o modelo mental para a tomada de decisão de especuladores internacionais. A interação dessas variáveis entre si e com o modelo mental cria pontos de tensão, que por sua vez podem desencadear uma crise cambial, além de uma crise financeira, afetando os outros pontos de tensão. Também foi discutido o conceito de intolerância à dívida, como mais uma circunstância que afeta a confiança nos países em desenvolvimento, e a síndrome de que “desta vez é diferente”, cujo otimismo ajuda a promover a recorrência de crises cambiais e financeiras na história econômica.

No capítulo seguinte, foram apresentadas as crises cambiais no Brasil, sob o Plano Real, e na Argentina, sob o Plano de Conversibilidade. Além disso, foi contextualizada a ascensão do neoliberalismo na América Latina sob um novo contexto de regime monetário internacional pós Bretton Woods. Nesse período, houve transformações significativas na região, que incorporou uma série de reformas liberalizantes sob a égide do Consenso de Washington. Em particular, houve a necessidade de reagir à globalização, fenômeno que impactou seriamente a forma como se conduzia a política cambial na região. O maior volume de fluxos de capitais impunha uma crescente pressão à desregulamentação do seu movimento, o que acabou por fragilizar a manutenção de regimes cambiais fixos/estáveis como os das décadas anteriores. No contexto de busca pela manutenção de regime cambiais fixos e de pouco ou nenhum controle sobre o movimento de capitais internacionais, a autonomia da política monetária nacional seria abandonada.

A âncora cambial argentina se deu em um contexto de instabilidade política e macroeconômica, sob o plano que fixava por lei a conversibilidade de um Peso para um dólar. Tratava-se de uma variação de *currency board*, com as reservas internacionais tendo o papel de lastro para a base monetária nacional. A história econômica argentina conta com episódios recorrentes de instabilidade, além de um apeço pelo liberalismo enquanto regime com o qual a Argentina atingiu seu auge econômico, previamente ao período de industrialização. Dessa forma, as reformas estruturais neoliberais de Carlos Menem tiveram

apoio popular e político para adotarem privatizações, abertura comercial e liberalização financeira. O Plano de Conversibilidade foi um marco nesse processo, tornando-se a base institucional para a estabilidade que se almejava, a cuja manutenção havia um explícito comprometimento por parte do governo. Dessa forma, há um intenso fluxo de capitais que entram na Argentina e, entre 1991 e 1994, o país experimentou seu período de maior crescimento desde a sua redemocratização. Um dos principais elementos que lideraram esse crescimento foi o *boom* de crédito direcionado ao consumo, com um aumento do endividamento privado, além da dívida pública. Portanto, os fundamentos macroeconômicos argentinos se fragilizaram ao longo do plano.

Com uma sequência de choques externos, o Plano de Conversibilidade foi se tornando cada vez menos sustentável, problema que o governo resolvia a partir de um aprofundamento do regime, especialmente com a dolarização da economia. Dessa forma, garantia-se o compromisso com o plano e a estabilidade política, econômica e social da Argentina. Entretanto, o Peso argentino foi se sobrevalorizando, não só pelo diferencial entre a inflação argentina e a estadunidense nos seus primeiros anos de âncora cambial, mas também com a apreciação do dólar a partir dos anos 2000. O FMI tentou apoiar o governo argentino para manter o Plano, mas a partir de 1999 o país entrou em uma recessão que atingiu seu auge em 2002, quando do fim efetivo do regime de âncora cambial e depreciação do Peso. O período de término do Plano de Conversibilidade se deu de forma descontrolada, com pânico financeiro, ao qual o governo tentou responder com o *corralito*, e instabilidade política. As consequências dessa crise cambial e financeira para a Argentina foram graves, com sérios impactos sobre o padrão socioeconômico do país, que, ao término de 2002, já se aproximava aos níveis de subdesenvolvimento do resto da América Latina.

O Brasil, por sua vez, viu a ascensão do ideário neoliberal na política nacional especialmente a partir dos anos 1990, cuja consolidação se deu com FHC. O seu governo contou com políticas econômicas austeras, liberalização financeira e privatizações, além de uma abertura comercial que já havia ocorrido principalmente nos governos anteriores. Nesse contexto, com a inflação elevada sendo um problema macroeconômico persistente, instituiu-se o Plano Real e a âncora cambial. A partir da introdução da nova moeda, sobrevalorizada, que passou pelo plano heterodoxo da “moeda indexada”, o Brasil conseguiu reduzir sua taxa de inflação ao custo de baixo crescimento, juros altos e uma dependência da entrada de capital internacional, principalmente de curto prazo.

Nesse contexto, o Brasil também passou por uma gradual fragilização dos seus fundamentos macroeconômicos, especialmente com os choques externos das crises cambiais

prévias, cuja instabilidade nos mercados financeiros exigia do governo um aumento significativo da taxa de juros. Contudo, após a Crise Russa em 1998 e o consequente fechamento dos mercados financeiros internacionais para os mercados emergentes, o Brasil se viu desprovido de dólares para a manutenção da sua âncora cambial. Com a ajuda do FMI, foi possível protegê-la até 1999, ano da reeleição de FHC, que foi seguida pelo fim do Real sobrevalorizado. Ainda que tenha havido uma turbulência macroeconômica no país, com um *overshooting* inicial do real, a taxa de câmbio conseguiu em pouco tempo se estabilizar. As taxas de inflação e de crescimento brasileiras não deterioraram significativamente, além não ter havido uma crise financeira no País. A crise cambial brasileira se inseriu na sequência de crises cambiais e financeiras em mercados emergentes nos anos 1990, ligadas à fragilidade endógena dos planos de ancoragem cambial. Entretanto, entre elas, configurou entre as mais bem-sucedidas transições de regime cambial na época.

No último capítulo, por fim, fez-se uma análise comparativa de ambas as crises cambiais no período de 1991-2002, que inclui tanto os períodos argentinos de maior prosperidade do Plano de Conversibilidade (1991-1994), seu período de volatilidade após a Crise Mexicana (1995-1998) e sua efetiva crise (1999-2002), quanto o período de vigência da âncora cambial brasileira sob o Plano Real (1994-1998). Atestou-se, a partir da análise de variáveis macroeconômicas, que a Argentina, apesar de ter tido juros consideravelmente mais baixos que os praticados durante a âncora cambial brasileira, cresceu menos que o Brasil durante o período de 1991 e 2002. Isso se deu especialmente por conta do seu triênio recessivo entre 1999 e 2002, durante o qual o país foi se tornando crescentemente insolvente e sem liquidez. Muito por conta da sua economia com índice composto de dolarização muito alto, no momento da depreciação do Peso, a Argentina experimentou uma explosão da dívida pública argentina, o que não se verificou na mesma intensidade no Brasil. Contudo, a âncora cambial brasileira contou com uma elevada razão serviço da dívida externa/exportações, maior que a argentina, mas que foi melhor administrada após a crise do plano de estabilização monetária brasileiro. A crise cambial do Plano de Conversibilidade, por outro lado, levou a Argentina à moratória e reestruturação da sua dívida nos anos seguintes à depreciação do Peso.

Dessa forma, também se efetuou uma breve discussão sobre o diferencial das duas crises cambiais. A Argentina, ao alinhar toda sua política macroeconômica à manutenção do Plano de Conversibilidade, enquanto política cambial rígida que se aproxima do *currency board*, garantiu uma estabilidade temporária da economia nacional. Fortemente alinhado ao paradigma neoliberal, o regime obteve amplo apoio popular devido à história econômica

argentina, que tinha maior apreço pelo ideário, se comparada à brasileira. O Brasil, com uma âncora menos rígida em um modelo de *crawling peg*, não teve um colapso dos seus fundamentos macroeconômicos quando da crise cambial do plano de estabilização monetária, tendo uma depreciação do Real significativamente menor relativa à do Peso. Além disso, a partir do fortalecimento do seu sistema financeiro nacional com os padrões de Basileia, e dado um índice composto de dolarização moderado, o Brasil não contou com uma crise financeira acompanhando a crise cambial, como no caso argentino.

Dessa forma, a partir da literatura examinada e da análise exposta, pode-se afirmar o valor explicativo que a falta de flexibilidade por parte do governo argentino, que prezou pela manutenção virtualmente imutável de um plano de estabilização monetária crescentemente fragilizado, possui para a compreensão dos maiores impactos que a crise cambial e financeira argentina teve para o país em relação ao caso brasileiro. Com uma situação pior em quase todas as variáveis examinadas, os resultados desse plano, ainda que tenham contado com momentos de prosperidade, terminaram por afirmar, com altos custos, o caráter volátil da economia argentina. A crise cambial dentro do Plano Real, como se viu, não contou com significativa deterioração dos fundamentos macroeconômicos nacionais.

Para além da forma como se executaram as âncoras cambiais em cada país, também deve-se atentar para a descrição do ideário neoliberal nas suas trajetórias dos anos 1990. A Argentina, como foi visto, passou por extensas reformas que, na época de Carlos Menem, não tinham paralelo na região. O Brasil, por outro lado, não contou com uma abertura comercial e liberalização no mesmo grau, a exemplo dos padrões de Basileia, que instituíram uma série de regulações precaucionais para o sistema bancário brasileiro, ao passo que a Argentina continuava estimulando a dolarização do sistema financeiro nacional como resposta para uma possível crise. Ainda que as duas crises cambiais tenham se inserido em um padrão de fenômenos que ocorreu nos anos 1990 nos mercados emergentes, com vulnerabilidades similares frente à volatilidade do capital internacional e às fragilidades da desregulamentação financeira, nas suas particularidades frente ao contexto da época encontram-se as principais razões para seus resultados significativamente díspares durante e após os planos de ancoragem cambial.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M; AHMED, P. O.; PONSOT, J.-F. **La monnaie** – entre dettes et souveraineté. Paris: Odile Jacob, 2016.

ALDRIGHI, D.M.; CARDOSO, A.D. Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 61-117, 2009.

AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. **A crise brasileira de 1998/1999** – origens e consequências. Rio de Janeiro, BNDES, 2000 xTexto para Discussão n. 77).

BAER, W. **A economia brasileira**. São Paulo, Nobel, 1996.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. Brasília, 2018. Disponível em: <  
<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 9 nov. 2018.

BATISTA JR., P. N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. **Estudos Avançados**, v. 10, n. 28, p. 129-197, 1996.

CALDENTEY, E. P.; MORENO-BRID, J. C.; NÁPOLES, P. R. The Washington consensus: a Latin American perspective fifteen years later. **Journal of Keynesian Economics**, v. 27, n. 2, p. 345-365, 2004.

CALVO, G.; MENDOZA, E. Mexico's balance of payment crisis: a chronicle of a death foretold. **Journal of International Economics**, v. 41, p. 235-264, 1996.

CANUTO, O. Regimes monetários e crises cambiais. In: BAUMANN, R.; CANUTO, O.; GONÇALVES, R. **Economia Internacional** – Teoria e Experiência Brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004. p. 333-362.

CARDOSO, E. A Crise Monetária no Brasil: Migrando da Âncora Cambial para o Regime Flexível. **Revista de Economia Política**, São Paulo: v. 21, n. 3, p. 146-167, 2003.

CELESTE, I. I. **Argentina e Brasil nos primeiros 20 anos em Mercosul**: políticas macroeconômicas e comércio bilateral. 2012. Dissertação (Mestrado em Estudos Estratégicos Internacionais) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

CEPALSTAT. **Databases and Statistical Publications**. Santiago do Chile, 2018. Disponível em:<[http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web\\_cepalstat/estadisticasIndicadores.asp?idioma=i](http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/web_cepalstat/estadisticasIndicadores.asp?idioma=i)>. Acesso em: 9 nov. 2018.

CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A.; PUPATO, G. Las recientes crisis sistémicas en países emergentes: las peculiaridades del caso argentino. **Departamento de Economía - Universidad de San Andrés**, Documento de Trabajo n. 63, 2003.

CUNHA, A. M.; FERRARI, A. A Argentina em dois tempos – da conversibilidade à reestruturação da dívida. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro: v. 10, n. 2, p. 3-23, 2006.

DE PAULA, L. F. R.; ALVES, A. J. External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 4, p. 589-617, 2000.

EICHENGREEN, B. **Capital Flows and Crises**. Cambridge: The MIT Press, 2003.

\_\_\_\_\_. **Globalizing Capital: a history of the international monetary system**. Princeton: Princeton University Press, 2008.

\_\_\_\_\_; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper n. 1003, 2003.

FERRARI FILHO, F.; SILVA, K.F. Ataques especulativo e crises cambiais na Argentina e no Brasil: uma análise comparativa. **Análise econômica**, Porto Alegre, v. 24, n. 46, p. 87-107, 2006.

\_\_\_\_\_; SOBREIRA, R. Regime cambial para países emergentes: uma proposição para a economia brasileira. **Ensaio FEE**, Porto Alegre: v. 25, n. 1, p. 5-30, 2004.

FERRARI, A. **A economia argentina nos anos 90: reformas estruturais e lei de conversibilidade**. 1998. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade de Campinas, Campinas.

FLIGENSPAN, F. **Plano Real: da estabilidade à necessidade de crescer**. Porto Alegre, UFRGS, 2010. (mimeo).

\_\_\_\_\_. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre: v. 26, n. 1, p. 102-143, 1998.

FRENKEL, R. Globalization and financial crises in Latin America. **CEPAL Review**, n. 80, p. 39-51, Ago. 2003.

FRIEDEN, J.; STEIN, E. The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America: An Analytical Overview. In: FRIEDEN, J.; STEIN, E. **The Currency Game – exchange rate politics in Latin America**. Washington: Inter-American Development Bank, 2001.

GONGLOFF, M. Reinhart and Rogoff's Second Response to Critique Of Their Research. **Huffington Post**, 2013. Disponível em: <[https://www.huffingtonpost.com/mark-gongloff/reinhart-rogoff-research-response\\_b\\_3099185.html](https://www.huffingtonpost.com/mark-gongloff/reinhart-rogoff-research-response_b_3099185.html)>. Acesso em: 9 nov. 2018

GRABEL, I. Emerging stock markets and Third World development - the Post Keynesian case for pessimism. In: DEPREZ, J.; HARVEY, J. T. **Foundations of International Economics - Post Keynesian Perspectives**. Londres: Routledge, 1999. p. 229-247.

GUZMÁN, M.; TODESCA, N.; MIRA, P. **Deuda Pública Argentina: Del Endeudamiento a la Sostenibilidad**. Buenos Aires: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, 2011. (Nota Técnica, n. 42).

HARVEY, J.T. **Currencies, Capital Flows and Crises** – a Post Keynesian analysis of Exchange rate determination. Nova Iorque: Routledge, 2009.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. **Political Economy Research Institute**, Working Paper n. 322, 2013.

HIRSCHMAN, A. O. The Political Economy of Latin American development: seven exercises in retrospection. **Kellogg Institute**, Working Paper n. 88, 1986.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **IMF Data**. Washington D.C., 2018. Disponível em: <<http://data.imf.org>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

\_\_\_\_\_. **The World Economic Outlook Database**. Washington D.C., 2002. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2002/02/data/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

IPEA. **IPEA DATA**. Brasília, 2018. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 9 nov. 2018.

JAYME, F. Growth Under External Constraints in Brazil: A Post-Keynesian Approach. In: HOLT, R. P. F.; PRESSMAN, S. **Empirical Post Keynesian Economics: looking at a real world**. Armonk: M. E. Sharpe, 2007. p. 305-328.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M.; VÉGH, C. A. The Unholy Trinity of Financial Contagion. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 17, n. 4, p. 51-74, 2003.

KRUGMAN, P. A Model of Balance-of-Payments Crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, Columbus, v. 11, n. 3, p. 311-325, 1979.

\_\_\_\_\_. What happened to Asia? In: SATO, R.; RAMACHANDRAN, R.V. **Global Competition and Integration**. Boston: Springer, 1999, p. 315-327.

\_\_\_\_\_; OBSTFELD, M. **Economia Internacional**. São Paulo: Pearson, 2010.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis: a restatement. In: ARESTIS, P.; SKOURAS, T. **Post Keynesian economic theory: a challenge to neoclassical economics**. Sussex: Wheat Sheaf Books, 1985. p. 24-55.

MISHKIN, F. S. et al. Financial Policies. In : FELDSTEIN, M. **Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies**. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2003, p. 93-153.

O'CONNELL, A. The Recent Crisis - and Recovery - of the Argentine Economy: Some Elements and Background. In: EPSTEIN, G. **Financialization and the World Economy**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2005.

OBSTFELD, M. The logic of currency crises. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper n. 4640, 1994.

PALMA, J. G. How the full opening of the capital account to highly liquid financial markets led Latin America to two and a half cycles of 'mania, panic and crash'. **Cambridge Working Papers in Economics**, Working Paper n. 1201, 2012.

\_\_\_\_\_. How to create financial crisis by trying to avoid one: the Brazilian 1999-financial collapse as "Macho-Monetarism" can't handle "Bubble Thy Neighbour" levels of inflows. **Cambridge Working Papers in Economics**, Working Paper n. 1301, 2013.

PERUFFO, L. The Role of Emerging Market Countries in a Changing International Monetary System: The Brazilian Perspective. In: **Currency hierarchy, macroeconomic policies and development strategies**, Berlim, 2014.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S.; SAVASTANO, M. A. Addicted to Dollars. **National Bureau of Economic Research**, Working Paper n. 10015, 2003.

\_\_\_\_\_; ROGOFF, K.S. **This Time Is Different** – Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press, 2009.

RODRIK, D. **The Globalization Paradox** – Democracy and the Future of the World Economy. Nova Iorque: W. W. Norton & Company, 2011.

SILVA, R. R. M. A Argentina entre as reformas econômicas neoliberais e a redefinição das negociações com o FMI (1989-2007). **Revista de Sociologia Política**, v. 17, n. 33, p. 13-37, 2009.

WORLD BANK. **World Bank Open Data**. Washington D.C., 2018. Disponível em: <<https://data.worldbank.org>>. Acesso em: 10 nov. 2018.