

10

CRISES DO BALANÇO DE PAGAMENTOS

A taxa de câmbio é o mais estratégico e também o mais perigoso preço macroeconômico. Como um notável economista brasileiro, o saudoso Mario Henrique Simonsen, costumava dizer: “A inflação aleija, o câmbio mata.” Como vimos nos capítulos anteriores, os Estados dos países em desenvolvimento não neutralizam a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, mas antes agravam-na com suas políticas econômicas. O efeito mais grave disso são as crises financeiras que marcam o fim do ciclo de endividamento. O capitalismo é basicamente um sistema econômico instável. Nesse sentido, a Grande Depressão dos anos 1930 foi uma grande fonte de aprendizado social. Nos anos 1930, John Maynard Keynes e Michael Kalecki desenvolveram novas teorias que explicavam melhor como trabalhar com os sistemas econômicos e tornaram a política econômica muito mais eficaz na estabilização dos ciclos econômicos, enquanto sábios observadores alertavam os economistas e políticos para os perigos dos mercados sem controle. Da mesma forma, John Kenneth Galbraith publicou em 1954 seu livro sobre a Grande Depressão, *The Great Crash 1929 (1929 - O Colapso da Bolsa)*; e em 1978 Charles Kindleberger publicou a primeira edição de sua notável pesquisa histórica das crises, *Da Euforia ao Pânico - Uma História das Crises Financeiras*. Com base no que aprenderam com a Grande Depressão, os Estados construíram instituições, em particular bancos centrais e desenvolveram competentes sistemas regulatórios nos níveis nacional e internacional (Bretton Woods) para controlar o crédito e evitar crises financeiras ou reduzir sua intensidade e alcance.

Por outro lado, desde o início da década de 1970 Hyman Minsky tinha desenvolvido a teoria keynesiana fundamental que conecta as finanças, a incerteza e as crises. Antes de Minsky, a literatura sobre os ciclos econômicos focalizava o lado real ou da produção – as inconsistências entre demanda e oferta. Mesmo Keynes fez isso. Assim,

quando Minsky (1975: 128) identificou a fragilidade financeira como o agente das crises, e a associou ao conceito keynesiano de incerteza, ele deu um passo decisivo para a compreensão dos ciclos econômicos. Para ele, “a diferença essencial entre a teoria econômica keynesiana e a teoria econômica clássica e neoclássica é a importância atribuída à incerteza”. A crescente instabilidade do sistema financeiro é consequência de um processo de crescente autonomia dos instrumentos financeiros e de crédito em relação ao lado real da economia, tanto a produção como o comércio. Em seu estudo *Financial instability revisited (Instabilidade financeira revisitada)*, Minsky (1972) mostrou que as crises financeiras são endógenas ao sistema capitalista e que grandes crises econômicas estiveram sempre associadas a crises *financeiras* igualmente endógenas; a crise financeira é um momento particular do ciclo e pode ser a causa imediata da reversão ou recuperação cíclica.

Minsky (1986) argumenta que o endividamento e a fragilidade financeira tendem a se agravar durante a fase de expansão, mas isso não significa que o problema fundamental – a fragilidade financeira – derive unicamente do endividamento, porque os prazos limites de pagamento podem ser abrandados durante a fase de expansão, dando origem a condições de crédito financeiro cada vez mais frágeis, mesmo se o nível de endividamento pouco mudou. Com o aumento da fragilidade financeira, o devedor vai da situação de finança *hedge* para finança “especulativa” e finalmente para a finança “Ponzi”. Na situação *hedge*, o devedor preserva plena liquidez e solvência; em outras palavras, os encargos financeiros (juros e amortização) podem ser pagos a partir dos lucros resultantes do investimento financiado. Na situação especulativa, a liquidez do devedor está em dúvida, porque ele agora carece da capacidade-reembolsar todas as suas dívidas no vencimento e começa a contar com a rolagem da dívida por seus credores. Finalmente, a situação Ponzi é uma situação de insolvência: o devedor carece de recursos mesmo para pagar os juros sobre suas dívidas. O mesmo raciocínio se aplica a instituições financeiras, mas é mais difícil determinar em qual das três situações está um banco, porque sua solvência não depende apenas da relação empréstimos-capital, mas sobretudo da qualidade de seus empréstimos, isto é, da medida em que as empresas e indivíduos a quem ele emprestou estão em uma situação de finança *hedge* ou Ponzi, informação que estes têm o maior cuidado em ocultar. Finança Ponzi é um conceito-chave no pensamento de Hyman Minsky, porque para ele os mercados financeiros desregulados tendem de modo endógeno a se encaminharem para essa situação.

Minsky disse que as crises financeiras eram essencialmente crises de endividamento excessivo, mas a experiência histórica mostra que as crises financeiras podem derivar de um descasamento de moedas, mesmo quando o endividamento total não é excessivo. Minsky analisou as crises financeiras nos Estados Unidos e em outros países ricos que têm moedas fortes. Ele pensava, assim, em termos de crises *bancárias*. E foi a origem da crítica da financeirização, que nos anos 1990 seria realizada por François Chesnais (1994) e, depois, por muitos outros, e seria a causa fundamental da crise

financeira global de 2008. Nos países em desenvolvimento as crises financeiras são também associadas à financeirização, mas não são crises bancárias, não têm origem nos bancos nacionais que emprestaram demais, mas crises de balanço de pagamentos que são causadas pelo endividamento excessivo do Estado e principalmente das empresas em moeda estrangeira. São crises associadas ao endividamento em moeda estrangeira, enquanto as crises financeiras nos países ricos são crises de endividamento na moeda do país. A financeirização está presente porque a sobreapreciação de longo prazo que ocorre nesses países só pode ser explicada por uma bolha de crédito – pelo fato de que os credores externos estão felizes com os elevados juros que estão recebendo, ou as empresas multinacionais, com as elevadas remessas de lucros que estão realizando, e continuam a transferir capital para o país no mesmo ritmo, não obstante o déficit em conta-corrente esteja alto e a dívida externa, aumentando. As crises seguem a lógica analisada por Minsky e são geralmente associadas à formação de bolhas de crédito e bolhas de ativos especulativos. As crises bancárias podem acontecer tanto em países ricos como nos países em desenvolvimento; mas as crises de balanço de pagamentos são, em princípio, limitadas aos países em desenvolvimento, porque eles se endividam em moeda estrangeira – uma moeda que, em contraste com a moeda nacional, não podem nem emitir nem desvalorizar – as duas defesas a que um devedor soberano pode recorrer quando está endividado em sua própria moeda. Se não dolarizaram suas economias, os devedores soberanos em moeda estrangeira podem apenas recorrer à desvalorização de seu próprio dinheiro.¹

Economistas ortodoxos sustentam que as crises financeiras ocorrem somente em países que adotaram o regime de câmbio fixo. Elas não ocorreriam sob um regime de flutuação cambial porque, se o país carecer de dólares e perder crédito externo, a moeda nacional gradualmente se depreciará, o que restaurará o equilíbrio dos ingressos e saídas de dólares. Mas a experiência dos países que deixaram suas taxas de câmbio flutuarem livremente contradiz essa tese. O crédito dos países ou a confiança dos credores não acabam gradualmente, mas de modo relativamente súbito depois que uma *bolha de crédito* manteve por um tempo relativamente longo a taxa de câmbio sobrevalorizada. As *bolhas de crédito*, como todas as bolhas, crescem porque as expectativas dos credores de auferirem altos rendimentos de juros são confirmadas, na medida em

¹ Crises do balanço de pagamentos também ocorreram nos países desenvolvidos da Zona do Euro em 2010 e 2011, porque nesses países a taxa de câmbio implícita ou interna havia se apreciado durante os 10 anos anteriores contra o euro alemão, pelo fato de que seus custos unitários de mão de obra aumentaram em relação aos da Alemanha. Ao criarem o euro, eles equivocadamente estabeleceram para si mesmos uma *moeda estrangeira* e se tornaram vulneráveis ao tipo de crise financeira que é característica dos países em desenvolvimento. Como o Banco Central Europeu pode emitir dinheiro, ele ofereceu garantias para a dívida soberana dos países e a crise financeira foi superada, mas a crise econômica continuou porque o desequilíbrio das taxas internas de câmbio ou dos custos unitários de mão de obra não poderia ser corrigido pela depreciação da taxa de câmbio. Dada essa restrição, os países endividados escolheram, em vez disso, programas de austeridade, com o objetivo de reduzir os salários reais por meio da recessão e do desemprego.

que financiam os pagamentos dos juros e criam uma situação de finança Ponzi. Mas, como também acontece com todas as bolhas, quando elas explodem há uma súbita suspensão do crédito.

As crises de balanço de pagamentos são geralmente consequência de déficits em conta-corrente e da acumulação de dívida externa que, depois de atingir certo nível crítico, levam os credores externos a subitamente suspenderem o financiamento externo de um determinado país. Essas são as “paradas súbitas”. Os déficits em conta-corrente são seguidos de uma elevada e crescente dívida externa, mas a parada súbita pode também ocorrer quando a dívida externa não é tão alta mas o déficit em conta-corrente está crescendo rapidamente e, do ponto de vista dos credores, perigosamente.² Quando o déficit em conta-corrente afeta a capacidade de um país de satisfazer as condições de solvência e liquidez, a crise eclode. A restrição de liquidez está relacionada à capacidade de curto prazo do país de honrar suas obrigações correntes, enquanto se presume que, a médio prazo, ele será capaz de pagá-las; mas a restrição da solvência exige que o valor presente dos pagamentos futuros seja suficiente para resgatar o atual estoque de dívida. Quando um país fica insolvente, isso indica que ele se tornou seriamente endividado e que não conseguirá superar o problema sem primeiro sofrer uma crise financeira. A partir dessas duas definições, podemos ver que a solvência é um problema estrutural associado a uma situação de finança Ponzi, enquanto a liquidez se refere a circunstâncias econômicas e está associada à situação especulativa. A incapacidade de atender para qualquer uma das duas restrições leva à crise financeira, mas a crise será mais profunda no caso da solvência e exigirá uma “reestruturação” da dívida, ou seja, uma prorrogação dos prazos limites e um desconto.

Quando há uma crise de balanço de pagamentos, o país em desenvolvimento se vê repentinamente incapaz de satisfazer suas obrigações de dívida porque as instituições financeiras dos países ricos, tendo patrocinado uma bolha de crédito para o país, perdem confiança em sua capacidade-pagamento e suspendem a rolagem da dívida. Nos anos 1990 e no início dos anos 2000, no contexto do Consenso de Washington, as crises financeiras nos países em desenvolvimento tornaram-se muito mais frequentes e graves. Todos esses países, antes da crise, significativamente apresentavam elevados e repetidos déficits em conta-corrente na medida em que esperavam crescer com poupança e endividamento externo. Desse modo, as crises foram causadas por irresponsabilidade cambial, às vezes (*não* sempre) combinada com irresponsabilidade fiscal. Mas essa não é a história que a teoria neoclássica ensina.

² Foi isso que aconteceu, por exemplo, durante a crise asiática de 1997. Os quatro países afetados não tinham grandes dívidas externas, mas seus déficits em conta-corrente estavam crescendo perigosamente.

Explicações neoclássicas

Os modelos neoclássicos de crises de balanço de pagamentos podem ser divididos em três diferentes “gerações”, começando com o modelo Krugman (1979), que explicava a crise por referência à inconsistência entre as variáveis que determinam a taxa de câmbio e o valor determinado pelas autoridades monetárias do país. Entre essas variáveis, salientava-se o elevado déficit público: a política fiscal seria incompatível com a paridade da taxa de câmbio.³ Os modelos de segunda geração, como os de Obstfeld (1986, 1994), tentavam demonstrar que as crises cambiais não podem ser identificadas ou previstas unicamente por indicadores macroeconômicos. As profecias autorrealizáveis, por exemplo, poderiam ser parte da explicação. Num cenário de inflação acelerada causada pelas políticas fiscais expansionistas, os credores poderiam prever o abandono da paridade cambial para manter o país crescendo, e assim ajudariam a fazer cumprir a profecia. Finalmente, os modelos de terceira geração (KRUGMAN, 1998) recorriam ao argumento do “excedente financeiro” ou, simplesmente, de excesso de financiamento (em última instância, a causa de todas as crises financeiras). Nesse caso, a crise seria principalmente uma crise do sistema bancário. O processo começa com grandes ingressos de capital que aumentam a capacidade de emprestar dos bancos domésticos, que, por sua vez, adotam práticas de alto risco de concessão de empréstimos. Não criticamos esses modelos, exceto pelo fato de não levarem em conta a causa crucial da valorização da taxa de câmbio, dos altos déficits em conta-corrente e do aumento da relação endividamento externo-PIB: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo.

O pressuposto-chave comum a tais modelos é de que os bancos locais estão sujeitos ao “risco moral”: eles têm poucos incentivos para adotar políticas de empréstimo mais prudentes porque pressupõem que mesmo os empréstimos de alto risco estarão garantidos contra o “default” pelas autoridades locais, que não hesitarão em socorrer os bancos se eles estiverem em perigo. Em outras palavras, eles – especialmente os grandes bancos – pressupõem que “são grandes demais para falir” – o grande problema que os reguladores vêm tentando resolver após a crise financeira global de 2008, até agora sem sucesso. É por isso que esses modelos fazem parte de um cenário de bolhas financeiras e risco moral, somado a políticas fiscais frouxas ou irresponsáveis que prevaleceriam nos países em desenvolvimento. As bolhas especulativas e as crises financeiras seriam principalmente causadas pela irresponsabilidade fiscal dos governos e pela baixa qualidade dos empréstimos concedidos pelos bancos, e explicariam as crises bancárias.

Esses modelos superestimam tanto o papel dos déficits públicos como causadores das crises financeiras nos países em desenvolvimento quanto a importância do

³ Entre os inúmeros estudos que testaram esse modelo estão os de Flood e Garber (1984), Ötoker e Pazarbasioglu (1995) e, no Brasil, Miranda (2006).

pressuposto de que seus políticos são essencialmente populistas, e ao mesmo tempo subestimam o papel dos déficits em conta-corrente e ignoram sua causa principal: a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. As crises são vistas como tendo origem nos bancos, não no balanço de pagamentos, embora as crises financeiras sejam diferentes nos países em desenvolvimento porque a dívida externa é denominada em moeda estrangeira. Evidentemente ambas as crises podem aparecer juntas. Uma taxa de câmbio apreciada num contexto de capital altamente volátil é associada a grandes ingressos de capital, pelos quais as empresas se endividam em moeda estrangeira, com os bancos locais agindo como intermediários. Quando a crise de balanço de pagamentos eclode, a crise do sistema bancário tende a eclodir simultaneamente, na medida em que as empresas não conseguem reembolsar suas dívidas para com os bancos, que perderam a capacidade de rolá-las em razão da suspensão do crédito internacional. E uma crise fiscal tende também a se seguir (não a preceder) à crise de balanço de pagamentos, porque o Estado socorre os bancos, incorrendo assim elevados custos fiscais.

Em todos esses modelos o déficit em conta-corrente é entendido como consequência do déficit público, com base no pressuposto (que não é confirmado pelos fatos) de que (a) a taxa de câmbio está em equilíbrio e, conseqüentemente, (b) as finanças do setor privado estão equilibradas – as duas condições para que a hipótese dos déficits gêmeos se sustente. De acordo com essa hipótese, os formuladores de políticas devem se preocupar apenas com os desequilíbrios do setor público. Em outras palavras, de acordo com os modelos, decisões intertemporais ideais sobre poupança e investimentos tomadas de maneira descentralizada darão origem a um equilíbrio igualmente ideal na conta-corrente, compatível com uma taxa de câmbio intertemporalmente equilibrada e, assim, o setor privado estará sempre em equilíbrio. Se a conta-corrente mostrar um déficit, esse déficit também será ideal, porque é resultado de decisões racionais maximizadoras por parte dos agentes econômicos. Nessa narrativa, o bandido é o Estado que costuma ser acusado de populismo ou de irresponsabilidade fiscal.

De acordo com a maneira neoclássica de pensar, não há razão para imaginar que o Estado teria informações melhores acerca de quanto os agentes privados deveriam poupar e investir do que esses próprios agentes. Esse raciocínio não se aplicaria apenas em relação ao Estado e ao déficit público: enquanto o setor privado poderia se endividar sem ameaçar a economia nacional, o mesmo não aconteceria com relação ao setor público, porque não podemos presumir a racionalidade dos agentes públicos. Corden (1994: 78) resume essa visão como segue:

Segue-se que um aumento do déficit em conta-corrente que decorre de uma mudança no comportamento do setor privado não deveria ser, de modo algum, motivo de preocupação. Por outro lado, o equilíbrio do orçamento público é motivo de preocupação da política pública e o foco deve se concentrar nisso...

É verdade que os políticos são às vezes culpados de populismo, mas em países de renda média, eles são cada vez menos pródigos. Eles aprenderam as consequências eleitorais do mau comportamento fiscal. Por outro lado, não há razão para presumir que o setor privado esteja sempre em equilíbrio. Como vemos também nos países ricos, a sobrevalorização da taxa de câmbio costuma estar associada ao endividamento excessivo das famílias e/ou das empresas. Quando há um déficit em conta-corrente e o setor público está equilibrado, a taxa de câmbio estará apreciada, e a razão será o gasto excessivo do setor privado. Enquanto a imprensa e a oposição política são capazes de controlar permanentemente os políticos gastadores, somente o de mercado poderia, teoricamente, controlar os indivíduos e empresas gastadores, mas sabemos bem como é limitado o poder do mercado quando os bancos e outras instituições financeiras estão prontos para financiar suas despesas. Por outro lado, a ortodoxia liberal recomenda que os países em desenvolvimento controlem os déficits públicos, enquanto aceita os déficits em conta-corrente. Se o país em desenvolvimento seguir a recomendação, seu setor privado ficará desequilibrado e a taxa de câmbio, sobrevalorizada.

De acordo com essa abordagem neoclássica, nossa teoria não teria nenhum sentido, uma vez que sustentamos que a adoção da política de crescimento com poupança ou endividamento externo ou de déficits deliberados em conta-corrente é a causa primária das crises financeiras nos países em desenvolvimento. Somente seriam reprováveis os déficits em conta-corrente de “má qualidade”, mas eles seriam consequência do desequilíbrio fiscal e do fato de que os Estados nacionais ignoram o risco moral envolvido em sustentar bancos e empresas a qualquer preço. Políticas macroeconômicas derivaram de tais modelos. Em 1981, quando o déficit em conta-corrente no Chile atingiu 14% do PIB, um alto funcionário do FMI afirmou que não havia razão para preocupação, uma vez que as contas públicas estavam sob controle e a poupança interna estava crescendo (ROBISCHEK, 1981). Meses depois, o Chile sofreu uma grave crise de balanço de pagamentos e desvalorizou fortemente sua moeda. Alguns anos depois, a “doutrina Lawson”, assim chamada a partir de Nigel Lawson, ministro da Fazenda britânico de 1983-1989, passou a fazer parte da ortodoxia macroeconômica neoclássica. Segundo essa doutrina, os déficits privados não eram motivo de preocupação, porque o mercado automaticamente os equilibraria; as crises financeiras teriam sempre origem nos desequilíbrios fiscais do setor público.

Embora a doutrina Lawson não seja uma teoria, ela reúne os vários argumentos teóricos que combinam a hipótese dos déficits gêmeos com a abordagem intertemporal da conta-corrente, ignorando que as contas do setor privado podem estar desequilibradas e as contas públicas, equilibradas. Não surpreende, portanto, que no início da década de 1990 o FMI, que anteriormente havia demonstrado prudência em relação aos déficits em conta-corrente, tenha recomendado que os países em desenvolvimento abrissem suas contas financeiras e adotassem a política de crescimento com poupança ou endividamento externo. Enquanto as políticas ortodoxas acertadamente rejeitavam

o populismo fiscal (o Estado gastar mais do que arrecada e incorrer déficits públicos irresponsáveis), elas agora não faziam objeção ao populismo cambial (o Estado-nação gastar mais do que auferir e incorrer déficits em conta-corrente).⁴

O México é um bom exemplo da aplicação dessa doutrina. No período 1992–1994, o déficit em conta-corrente médio representava quase 7% do PIB. Entretanto, segundo dados do Banco Central do México, durante esse período as finanças públicas do país estavam equilibradas, apesar de o país ter sofrido uma crise de balanço de pagamentos no período. O mesmo aconteceu na crise financeira de 1997 em quatro países asiáticos (Tailândia, Indonésia, Malásia e Coreia do Sul). Antes da crise todos tinham seus déficits públicos sob controle, mas o setor privado incorreu déficits em conta-corrente elevados ao financiar investimentos em imóveis. E o mesmo aconteceu com a Itália, a Espanha e a Irlanda antes da crise do euro de 2010; seus déficits públicos estavam sob controle, abaixo do teto de 3% do PIB, mas nos 10 anos anteriores suas contas-correntes apresentaram grandes déficits, aos quais a Comissão Europeia e o Banco Central Europeu não deram atenção.

Em resumo, a explicação neoclássica das crises financeiras nos países em desenvolvimento identifica os déficits públicos como sua causa principal e ignora os perigos dos déficits em conta-corrente. Usa o conceito dos déficits gêmeos para afirmar que, uma vez que o déficit público esteja sob controle, o déficit em conta-corrente deve ser automaticamente controlado, porque o mercado garante o equilíbrio intertemporal da conta-corrente: a conta-corrente estará permanente e razoavelmente equilibrada desde que o regime de flutuação cambial prevaleça. Entretanto, quando examinamos os anos neoliberais, observamos que muitos países enfrentaram grandes crises de balanço de pagamentos apesar de apresentarem orçamentos fiscais razoavelmente equilibrados; a única explicação foram os excessivos gastos privados e uma moeda nacional sobrevalorizada.

Poupança externa e crises financeiras

Entendemos que as crises financeiras nos países em desenvolvimento derivam principalmente da política de crescimento com poupança ou endividamento externo e do uso da taxa de câmbio como âncora para alcançar as metas de inflação ou, em outras palavras, elas são consequência do populismo cambial. A crise de balanço de pagamentos eclode nesses países quando os credores externos perdem confiança e decidem suspender a rolagem das dívidas pública e privada, que são denominadas em moeda estrangeira. Essa decisão é condicionada pelo retorno esperado $E(R)$ das operações de

⁴ Os formuladores de políticas liberal-ortodoxos reviram em parte essa posição depois da crise financeira global de 2008.

crédito. Quando o retorno se torna negativo, o fluxo do financiamento é interrompido. O credor avalia a probabilidade de receber de volta seus empréstimos. Vamos chamar de P essa probabilidade de sucesso, de R o retorno esperado, de K o valor emprestado e de i a taxa de juros. E_e é a taxa nominal de câmbio esperada (a moeda no país de destino dos recursos / a moeda no país de origem dos recursos) no final do empréstimo, e E é a taxa de câmbio nominal à época da concessão de empréstimo, que podemos escrever de modo simplificado:⁵

$$E(R) = P [K(1+i) - (E_e - E)] - K(1+i^*) \quad (10.1)$$

onde i^* é a taxa de juros internacional e representa o custo de oportunidade do credor. Ao tomar sua decisão, o credor leva em conta a taxa de juros, a variação da taxa de câmbio e a probabilidade de sucesso (ou de “default” pelos tomadores). Dado um diferencial de juros positivo $[(1+i) - (E_e - E)] - (1+i^*) > 0$, a probabilidade P determinará o sinal do retorno esperado do credor. A probabilidade P depende das condições de liquidez e solvência do país. Essas condições – ou a percepção delas – podem se deteriorar rapidamente de modo a gerar um retorno esperado negativo. A crise surge quando nem a restrição da liquidez nem a restrição da solvência são mais satisfeitas. A taxa de câmbio esperada também influenciará a decisão dos credores externos: quando surge a probabilidade de “default”, as saídas de capital aumentam e os juros ou lucros do investidor, que são realizados em moeda local, caem na moeda do investidor. Assim, ele tentará evitar essa perda, interrompendo o ingresso e antecipando a saída; esse comportamento contribui para uma súbita desvalorização da moeda e para a eclosão de uma crise de balanço de pagamentos ou crise cambial.

Quando um país adota a política de crescimento com poupança ou endividamento externo, ele registra déficits em conta-corrente elevados e contínuos que terão efeitos negativos tanto sobre a restrição da liquidez como sobre a restrição da solvência. Como vimos, o processo de crescente endividamento externo leva a uma alta taxa de substituição da poupança interna pela poupança externa, seguida de fragilidade financeira externa; e, finalmente, se o Estado não intervier com uma combinação de políticas monetárias, cambiais e fiscais, o alto nível de endividamento em moeda estrangeira e/ou déficits elevados em conta-corrente levarão o país a uma crise financeira.

Nossa explicação para uma crise de balanço de pagamentos é, portanto, relativamente simples: ela resulta da política de crescimento com poupança ou endividamento externo, isto é, da política de crescer recorrendo ao financiamento externo, sob a forma de empréstimos. Em cada país, o excessivo gasto público e o déficit público poderão contribuir para o déficit em conta-corrente, mas não necessariamente, porque os déficits gêmeos nem sempre acontecem. Sempre que a taxa de câmbio estiver sobrevalorizada,

⁵ A taxa de recuperação, isto é, a parcela do empréstimo que é recuperada após o “default”, é ignorada aqui.

haverá um déficit em conta-corrente sem um déficit público. Isso acontecerá porque a taxa de câmbio sobrevalorizada estimulará o setor privado a importar e a financiar suas importações com financiamento externo. Conseqüentemente, a conta-corrente poderá se tornar negativa, ao passo que as contas fiscais poderão permanecer positivas ou, pelo menos, sob controle. Caso as contas públicas estejam equilibradas, a causa do déficit em conta-corrente será o excesso de gastos do setor privado – um evento que os economistas neoclássicos raramente levaram em conta. A crise financeira será acompanhada de uma crise do sistema bancário, quando o sistema bancário faz a mediação entre os recursos externos e o setor privado doméstico. Conseqüentemente, os bancos locais serão pressionados pelos credores externos a reembolsar os empréstimos que levantaram no exterior para financiar as empresas domésticas e o consumo das famílias, o que levará os bancos a suspenderem a rolagem de seus empréstimos para o setor privado doméstico – empréstimos que o setor privado não consegue reembolsar. Isso dará origem a falências no setor privado doméstico, com correspondente perda de ativos no setor bancário. Como os grandes bancos são “grandes demais para falir”, como ficou muito claro na crise financeira global de 2008, o Estado será forçado a socorrer o sistema bancário. E, finalmente, como o Estado é o emprestador de última instância, embora suas finanças estivessem originalmente equilibradas ele também se encaminhará para o déficit (fiscal).

A restrição de solvência intertemporal num país é semelhante àquela enfrentada pelas empresas quando tomam empréstimos. Os credores avaliarão a solvência intertemporal do país, da mesma forma que fazem ao conceder empréstimos para as empresas. Eles avaliarão a capacidade do país de reembolsar os empréstimos e determinarão o valor presente potencial do fluxo de caixa gerado pelos investimentos financiados (definidos como ativos operacionais). Uma empresa é insolvente quando esse valor presente não é suficiente para satisfazer seu passivo, inclusive empréstimos.

Quando transferimos esse raciocínio para a avaliação da solvência externa de um país, a medida mais adequada de sua capacidade-reembolsar é o valor presente da capacidade de transferência de recursos, calculado em vista do superávit que se origina da balança comercial e dos serviços não fatores. Pode ser expresso como segue:

$$(1+i)D_{s-1} = \sum_{s=t}^{\infty} \left[\frac{1}{1+i} \right]^{s-t} TLR_s \quad (10.2)$$

Assim, o superávit desse país corresponde ao fluxo de caixa operacional gerado por uma empresa. A situação de insolvência é a situação-limite na qual o valor presente das transferências (TLR) é insuficiente para liquidar o estoque da dívida (D) existente naquele momento.

Mas o conceito de solvência intertemporal no sentido estrito não é muito útil para os credores, porque existem inúmeras trajetórias que garantem a solvência intertemporal de um país. Devemos ter em mente, portanto, as possíveis trajetórias que os credores

geralmente exigem dos devedores para manter a rolagem da dívida. Como o saudoso Mario Henrique Simonsen costumava dizer, os credores convencionalmente usam a relação entre dívida externa e exportações (D/X) para controlar a solvência. Um país estará numa situação confortável se essa relação estiver abaixo de 2, numa situação incerta se estiver entre 2 e 4, e numa situação crítica se a relação estiver acima de 4. Essas são regras práticas, mas são amplamente aceitas. Consequentemente, o importante é saber como a política de crescimento com poupança ou endividamento externo afeta essa relação. Afeta negativamente a relação D/X porque o déficit em conta-corrente é compatível com uma taxa de câmbio mais apreciada do que a taxa que equilibra a conta-corrente, de tal forma que, se o déficit em conta-corrente aumentar e a dívida crescer mais rapidamente que as exportações, essa relação aumentará.

A segunda restrição financeira – a restrição de liquidez – pode ser definida como a discrepância entre a dívida externa de curto prazo do país e suas reservas internacionais (a diferença corresponde ao passivo externo líquido). Se essa relação for menor do que 1, então o país terá um baixo nível de liquidez, estando portanto exposto a crises financeiras em razão das profecias autorrealizáveis. Outra maneira de defini-la, dada a acumulação de déficits em conta-corrente, é por referência à inconsistência entre os dólares potenciais que se considera como estando no passivo das instituições financeiras locais (IFs locais) e as reservas internacionais. De acordo com essa abordagem, os bancos locais e o Banco Central podem levar o país de uma situação *hedge* para uma situação especulativa como consequência da política de crescimento com poupança ou endividamento externo.⁶

As hipóteses acima são subjacentes à afirmação de que a restrição de liquidez pode acarretar (a) uma taxa de câmbio flutuante que, no entanto, não responde rapidamente às variações do mercado;⁷ e (b) crises de balanço de pagamentos. Além disso, temos de levar em conta a conhecida equação de arbitragem na qual a taxa de lucro esperada ou retorno sobre o investimento (r) é igual à taxa de juros internacional (rf), que é o custo do financiamento mais a esperada desvalorização da moeda local (d) mais o prêmio de risco (p):

$$r = rf + d + p. \quad (10.3)$$

Dadas essas hipóteses, podemos avaliar o impacto da política de crescimento com poupança ou endividamento externo sobre a liquidez. Segundo Neftci (2002), o

⁶ Os conceitos de “hedge”, “especulativo” e “Ponzi” usados aqui são de Hyman Minsky (1986). Uma instituição financeira é considerada “hedge” se seu passivo é pequeno em relação às vendas ou exportações, e especulativa se a instituição se torna dependente da boa vontade dos credores. A situação Ponzi é uma situação de insolvência.

⁷ Ao incluir essa condição, estamos rejeitando as alternativas convencionais “fixo *versus* flutuante” porque na verdade essa escolha não existe empiricamente. Os países sempre administram suas taxas de câmbio, embora em diferentes graus. Além disso, a experiência mostra que um regime flutuante não evita as crises de balanço de pagamentos.

processo de endividamento, juntamente com a valorização da taxa de câmbio, coincide com a fase inicial do ciclo de liquidez. Começando com as IFs locais,⁸ a abertura financeira aumenta a taxa de introdução de inovações financeiras e a oferta de “produtos” diferenciados para os capitalistas rentistas. A eliminação das barreiras aos fluxos de capital permite às IFs locais captarem recursos em moeda estrangeira forte que são vendidos para o Banco Central, a contrapartida sendo investida em títulos e valores mobiliários e/ou gerando ativos contra o setor privado.

Do ponto de vista do risco sistêmico, o aumento da dívida não afeta substancialmente os valores inicialmente levantados ou a estrutura dos ativos consolidados das IFs locais e do Banco Central. No entanto, como os retornos estimulam a entrada de novas instituições no mercado, os balanços das IFs locais costumam exibir características especulativas. Para entender por que isso acontece, devemos considerar a evolução do balanço do Banco Central, na medida em que ingressos de capital muito acima daqueles necessários para financiar os crescentes déficits em conta-corrente tornam possível acumular reservas internacionais e dar uma falsa impressão de menor vulnerabilidade externa. A acumulação de reservas pode ser acompanhada de um aumento da oferta monetária, dependendo do grau de esterilização implementado pela autoridade monetária. Quando a oferta monetária aumenta, o argumento neoclássico é de que a queda da taxa de juros tornará o país menos atraente para os credores externos e os ingressos de capital se reduzirão. Esse é um típico pressuposto da “hipótese dos mercados eficientes”. O que realmente acontece é que o aumento do risco sistêmico – o prêmio de risco conforme definido acima – tende a crescer, estimulando a continuação do processo de financiamento, na verdade, a criação de uma bolha de crédito. Mas os credores externos monitoram o aumento da relação da dívida e, num certo momento, perdem a confiança e erguem a bandeira vermelha. A partir daí, os empréstimos financiam apenas os reembolsos da dívida, isto é, os ingressos líquidos de capitais se interrompem, e a fase eufórica do ciclo chega ao fim. Como há um déficit em conta-corrente a ser financiado, cria-se uma discrepância entre as obrigações externas assumidas pelas IFs e as reservas. Em outras palavras, os balanços das IFs exibem agora tipicamente características especulativas.

Seria razoável supor que o Banco Central pudesse de algum modo intervir no mercado. Mas a fragilidade financeira dos bancos, cujos ativos incluirão agora principalmente empréstimos de liquidação duvidosa decorrentes de créditos especulativos, imporá restrições às ações do Banco Central. Essa é a clássica armadilha do “grande demais para falir”. Por outro lado, a economia nacional estará experimentando uma expansão. Assim, embora os credores externos compreendam os incentivos e restrições enfrentados pelo Banco Central, eles também estão infectados pela euforia existente. Além disso, estarão ganhando com as altas taxas de juros e com a constante valorização

⁸ Usamos indiferentemente as expressões “IFs locais” e “bancos locais”.

da moeda do país endividado, de tal forma que suas apostas serão profecias autorrealizáveis: seus empréstimos, ou em outras palavras os ingressos de capital, apreciarão a moeda local, validando a aposta financeira. Consequentemente, a moeda local muito provavelmente continuará a se apreciar ou, pelo menos, permanecerá sobrevalorizada durante muito tempo – o que significa que a dívida externa continuará a crescer até que a confiança dos credores se esgote e eles ergam a bandeira vermelha (como observado anteriormente), e então a economia entrará em crise.

Embora os credores estejam sujeitos ao “comportamento de manada”, mudando juntos suas visões em momentos de crise, a crise geralmente demora alguns meses para se materializar. O primeiro sinal da crise é o fato de que o ingresso líquido de recursos externos não é mais suficiente para financiar o déficit em conta-corrente, e as reservas externas começam a encolher, regular mas discretamente. Para o Banco Central, uma queda nas reservas cambiais significa um rebaixamento do crédito do país, uma vez que se acreditava anteriormente que os empréstimos externos ao país estivessem garantidos por um crescente estoque de reservas internacionais. Agora, em vista da reversão do estado de espírito do mercado financeiro, o fluxo de dinheiro potencialmente necessário para financiar o passivo crescente existente nos balanços dos bancos locais ultrapassa o valor das reservas em moeda estrangeira no Banco Central. A decisão de um único credor de vender parcial ou integralmente sua posição é suficiente para desencadear o comportamento de manada, que mais tarde desencadeará a crise – uma crise cujas causas estão diretamente ligadas à política de crescimento com poupança ou endividamento externo e às restrições de liquidez e de solvência externa.

Política fiscal e keynesianismo vulgar

Neste capítulo criticamos os modelos ortodoxos de crise de balanço de pagamentos que explicam essas crises com déficits públicos elevados, e argumentamos que eles são antes devidos à não neutralização da tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que a faz apreciada no longo prazo e leva o país à perda abrupta de confiança dos credores internacionais e à crise. Explicamos, portanto, a crise em termos de irresponsabilidade cambial, em vez de as explicarmos em termos de irresponsabilidade fiscal. Isto, entretanto, não significa que não possa haver as duas irresponsabilidades conjuntamente, e que ambas causem a valorização cambial e, afinal, a crise cambial. Significa, porém, que geralmente é a incapacidade dos países de neutralizar a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio que leva à crise cambial, a qual, em seguida, pode causar uma crise fiscal, na medida em que o Estado foi obrigado a socorrer os bancos durante a crise cambial que será também uma crise bancária.

A tese dos déficits gêmeos só é válida quando a taxa de câmbio está razoavelmente equilibrada. Neste caso, os déficits ou superávits públicos serão acompanhados por

déficits ou superávits em conta-corrente – o que é razoável porque despesa pública elevada além de causar déficit público, pode também causar aumento das importações e déficit em conta-corrente. Ora, já vimos nos capítulos anteriores que, quando o país neutraliza sua doença holandesa, e, mais amplamente, quando ele neutraliza a tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio, ele terá necessariamente um superávit em conta-corrente. Esta já é uma conclusão surpreendente, mas dela deriva outra conclusão surpreendente. O país deverá apresentar também um superávit público, ou, pelo menos, o equilíbrio em sua conta-corrente. Uma política fiscal envolvendo altos déficits públicos é sinal de política fiscal irresponsável, além de ser incompatível com os superávits em conta-corrente que o país em desenvolvimento geralmente deve ter para ter uma taxa de câmbio competitiva, flutuando em torno do equilíbrio industrial.

Pode parecer surpreendente que, sendo economistas pós-keynesianos, tenhamos chegado à conclusão de que os déficits públicos elevados e crônicos não são normalmente bem-vindos. Há um entendimento muito difundido que economistas keynesianos defendem sempre uma política fiscal expansionista, enquanto economistas ortodoxos ou neoclássicos defendem austeridade fiscal. Mas essa é uma simplificação inaceitável. Os bons economistas keynesianos entendem que a situação normal é aquela em que a dívida pública é moderada e constante em relação ao PIB, e, por isso, não aceitam déficits públicos crônicos e elevados. Uma política fiscal expansionista só é legítima se for contracíclica, ou, em outras palavras, ela só é necessária quando a economia está em recessão. Keynes realizou uma revolução na teoria econômica ao mostrar que há uma tendência à insuficiência de demanda, que se expressa em desemprego e recessão, e que nesses momentos é o investimento que determina a poupança e não o contrário como a intuição sugere. Mas é preciso não ter uma definição muito frouxa de insuficiência de demanda, porque é ela que leva ao que chamamos de “keynesianismo vulgar”: sempre há insuficiência de demanda, e, portanto, sempre se justifica uma política fiscal expansionista. Keynes era fortemente crítico dessa visão. Por isso ele queria que a expansão fiscal fosse realizada através do aumento dos investimentos públicos, não do aumento da despesa corrente, porque uma vez superada a recessão o Estado pode recuperar facilmente seu equilíbrio fiscal reduzindo seus investimentos. Ao contrário do que supõem os keynesianos vulgares, Keynes não aboliu o problema da escassez na economia, nem mostrou que hábitos de poupança privada e uma poupança pública positiva não são instrumentais para que a taxa de investimento do país seja elevada e o crescimento ocorra de maneira satisfatória, compatível com o alcançamento.

Em síntese, um país em desenvolvimento que neutraliza sua tendência à sobrevalorização cíclica e crônica da taxa de câmbio deve apresentar equilíbrio em sua conta-corrente e ficar muito próximo do equilíbrio fiscal; e, se essa neutralização incluir a doença holandesa, ele deve apresentar um superávit em conta-corrente (que é consequência direta da mudança do equilíbrio corrente para o equilíbrio industrial) e um orçamento

equilibrado ou com pequeno superávit. É algo absurdo que um país como a Venezuela apresente déficit em conta-corrente e déficit público; é sinal que o país não neutraliza minimamente sua doença holandesa. O fato de o país produtor de petróleo apresentar superávit em conta-corrente não é prova que o país neutralizou sua doença holandesa, porque o imposto que impôs aos exportadores de petróleo pode ser insuficiente, mas é sinal de que alguma neutralização foi feita.

Resumo

Ao contrário dos dogmas da análise econômica neoclássica, as crises financeiras nos países em desenvolvimento não são principalmente causadas pelos déficits públicos, mas antes pelos déficits em conta-corrente. Os correspondentes ingressos de capital que, segundo a opinião comumente aceita, beneficiam os países em desenvolvimento na verdade seguem um processo de três fases: primeiro, provocam a substituição da poupança interna pela poupança externa, um pequeno aumento da taxa de investimento e um substancial aumento do endividamento externo do país; segundo, provocam fragilidade financeira internacional, acarretando uma política de construção da confiança; e terceiro, provocam em última instância uma crise de balanço de pagamentos. Os déficits públicos podem provocar crises, mas apenas quando a hipótese dos déficits gêmeos é confirmada. Mas geralmente essa hipótese não é confirmada porque a taxa de câmbio raramente está em equilíbrio nos países em desenvolvimento: ela está geralmente sobrevalorizada e, sempre que isso acontece, os déficits em conta-corrente podem aparecer sem os correspondentes déficits públicos; nessa situação, o desequilíbrio geralmente ocorre no setor privado.

Em vista da tendência da taxa de câmbio à crônica sobrevalorização, a taxa de câmbio poderá continuar sobrevalorizada por períodos relativamente longos, o que implicará o aumento da dívida externa para níveis insustentáveis. A sobrevalorização é exacerbada não apenas pela política de crescimento com poupança ou endividamento externo, mas também pela política de aprofundamento de capital e pelo populismo cambial. À medida que o endividamento externo aumenta e faz pressão contra as restrições de liquidez e de solvência, a probabilidade de uma crise financeira aumenta. Desse modo, mais cedo ou mais tarde, os credores perderão a confiança e começarão a suspender a rolagem das dívidas, enquanto os especuladores financeiros, sabendo que o país não pode emitir a moeda na qual os empréstimos foram denominados, desencadearão um ataque especulativo contra o país, levando a uma parada súbita ou a uma crise financeira, definida por uma acentuada desvalorização da moeda local e ou uma moratória da dívida ou um resgate do FMI. Nesse processo, os credores externos atraídos por altos retornos subestimam as restrições de liquidez e de solvência a que esses países estão sujeitos.

Questões

1. Qual é a contribuição de Hyman Minsky para o entendimento das crises financeiras?
2. Qual é a diferença entre as crises bancárias e as crises de balanço de pagamentos? Por que nos países em desenvolvimento a crise é geralmente de balanço de pagamentos?
3. Qual é a causa das crises de balanço de pagamentos – déficits públicos e dívida pública elevados ou déficits em conta-corrente e dívida externa pública e privada elevados?
4. Quais são as três fases pelas quais passam os países que se endividam em moeda estrangeira?
5. Por que as crises financeiras são um capítulo da financeirização do capitalismo contemporâneo?