

CAPÍTULO 7

POUPANÇA EXTERNA E CRISES FINANCEIRAS*

No capítulo anterior, vimos como a política de crescimento com poupança externa, em lugar de provocar crescimento aumentando o investimento, aumenta principalmente o consumo interno e provoca a substituição da poupança interna pela poupança externa. Essa substituição acontece sempre – e essa taxa só não é alta em situações especiais, quando o país já está crescendo rapidamente e a propensão a consumir declinou. Neste capítulo, veremos o segundo efeito perverso da política de crescimento com poupança externa. Como um dos fatores que contribuem para amplificar a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização, o recurso ao capital estrangeiro para financiar o crescimento acarreta crises recorrentes do balanço de pagamentos. Como vimos no Capítulo 4, os outros fatores são a política de aprofundamento de capital, o uso da taxa de câmbio como âncora nominal contra a inflação, o populismo cambial e a política de endividamento externo para superar a

* Este capítulo foi escrito com Lauro Gonzalez e Cláudio Lucinda.

insuficiência de moeda estrangeira, ou os “dois hiatos”, que caracterizariam as economias em desenvolvimento. Neste último capítulo, examino as crises financeiras da década de 1990, que começaram com a crise mexicana de 1994 e terminaram com as crises argentinas de 2001.

Escolhi examinar o período 1994-2001 não apenas porque as crises do balanço de pagamentos eram frequentes nesse período, mas também porque, no início da década de 1990, o Tesouro norte-americano, o FMI e o Banco Mundial definiram o crescimento com poupança externa como a política oficial do Consenso de Washington para “promover” crescimento econômico. Essa política também foi adotada nos anos 1970, embora mais informalmente, e terminou com a grande crise da dívida externa da década de 1980. Nessa década, os ingressos de capital nos países em desenvolvimento foram relativamente retardados, mas, depois da solução representada pelo Plano Brady (1989), as saídas de capital dos países ricos para os países em desenvolvimento foram retomadas, proporcionando um destino para a relativa abundância de capital ou excesso de liquidez existente na economia global.

Os déficits em conta corrente (poupança externa), sejam eles financiados por empréstimos, por investimentos de portfólio ou por investimento direto, provocam, em uma primeira etapa, a substituição da poupança interna pela poupança externa; em uma segunda etapa, aumentam a fragilidade financeira do país endividado, obrigando-o a praticar a “política de construir confiança” e, finalmente, levando à crise do balanço de pagamentos. A explicação teórica dessa sequência já foi desenvolvida nos dois capítulos anteriores, mas ficará mais clara e será baseada em evidências adicionais com a discussão, neste capítulo, da turbulência financeira que caracterizou os países em desenvolvimento na década de 1990. Em vez de relacionar essas crises do balanço de pagamentos com o populismo econômico ou com políticas fiscais frouxas, como faz a análise convencional, mostrarei que elas derivam da política de crescimento com poupança externa. Em lugar de simplesmente chamá-las de “crises financeiras”, eu as denominarei “crises do balanço de pagamentos” – a forma específica de crise financeira que caracteriza os países em desenvolvimento, enquanto as crises bancárias caracterizam os países ricos.

As crises do balanço de pagamentos são, em geral, consequência de déficits em conta corrente que levam os credores externos a, subitamente, suspender a

rolagem das dívidas de determinado país. As “paradas súbitas” têm essencialmente essa natureza. Os déficits em conta corrente são acompanhados de uma dívida externa elevada e crescente, mas a parada súbita também pode ocorrer quando a dívida externa não é tão alta, mas o déficit em conta corrente está aumentando rapidamente e, no entender dos credores, de modo perigoso. Foi isso que aconteceu com a crise asiática de 1997. Quando os déficits em conta corrente afetam a capacidade do país de responder aos critérios de solvência e liquidez, a crise irrompe. A restrição de solvência apenas diz que o valor presente dos futuros pagamentos deve ser suficiente para saldar o atual estoque da dívida. Por sua vez, a restrição de liquidez está relacionada à capacidade de curto prazo do país de honrar suas obrigações correntes. A partir dessas duas definições, vemos que a solvência é um problema estrutural, enquanto a liquidez se refere à conjuntura. Mas a incapacidade de observar ambas ou uma das restrições leva à crise financeira.

Essa abordagem se aplica à política de abertura financeira que foi recomendada aos novos países “emergentes”, cujo papel esperado era absorver a elevada liquidez global que se manifestou no início da década de 1990. A adoção da política de crescimento com poupança externa parecia ideal em um momento de abundância de capital.

Uma crise financeira pode ter diferentes origens e dimensões, geralmente inter-relacionadas. Pode ter origem nos bancos, no Estado, nas grandes empresas, ou pode ser uma crise do balanço de pagamentos, dependendo de qual setor da economia tenha subitamente perdido crédito – ou o país todo pode perder crédito. Em geral, o tipo de crise financeira que atinge os países em desenvolvimento envolve o país todo, que, subitamente, não consegue satisfazer suas obrigações relativas à dívida; surgem, assim, as crises do balanço de pagamentos. Na década de 1990 e no início dos anos 2000, as crises enfrentadas pelos países em desenvolvimento foram crises do balanço de pagamentos ou crises cambiais. Como veremos, em todos os países é marcante a existência, antes da crise, de déficits em conta corrente elevados e recorrentes. Por outro lado, os dados de cada país depois da crise e a acentuada desvalorização da moeda local que ela implica demonstram que esses países apresentam elevados superávits em conta corrente e um controle mais eficaz da taxa de câmbio.

EXPLICAÇÕES CONVENCIONAIS

As recentes explicações ou modelos convencionais sobre as crises do balanço de pagamentos podem ser divididas em três diferentes “gerações”, começando pelo modelo de Krugman (1979), que explicou a crise como relacionada à inconsistência entre as variáveis que determinam a taxa de câmbio e o valor fixado pelas autoridades monetárias do país. Entre essas variáveis, destacou-se um elevado déficit público: a política fiscal seria incompatível com a paridade da taxa de câmbio. Entre os inúmeros trabalhos que testam esse modelo, estão Flood e Garber (1984), de Ötoker e Pazarbasioglu (1995) e, no caso do Brasil, Miranda (2006). Os modelos de segunda geração, como os de Obstfeld (1986, 1994), tentaram demonstrar que as crises cambiais não podem ser identificadas ou previstas somente com indicadores macroeconômicos. As profecias autor-realizáveis, por exemplo, poderiam ser parte da explicação. Em um cenário de inflação acelerada causado por políticas fiscais expansivas, os credores poderiam profetizar o abandono da paridade cambial para manter o país crescendo e, ao fazer isso, ajudam a cumprir a profecia. Finalmente, os modelos de terceira geração (Krugman, 1998) recorrem ao argumento do “excedente financeiro” para explicar 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 empréstimo dos bancos domésticos, os quais, por sua vez, adotam práticas gerenciais de alto risco.

O pressuposto comum e central desses modelos é o risco moral por parte dos bancos locais: eles não têm incentivo para adotar políticas de empréstimo mais prudentes porque também pressupõem que mesmo empréstimos de alto risco estarão garantidos contra o inadimplemento pelas autoridades locais, que não hesitarão em socorrer os bancos se eles estiverem em perigo. Por essa razão, esses modelos fazem parte de um cenário de bolhas financeiras, risco moral e políticas fiscais frouxas que envolvem autoridades nacionais irresponsáveis e bancos nacionais irresponsáveis. Bolhas especulativas e crises financeiras são causadas pela baixa qualidade dos empréstimos; a consequência é uma corrida à moeda local. Nessa visão, há um nítido desprezo pelas práticas bancárias e políticas governamentais existentes nos países em desenvolvimento, enquanto os bancos nos países ricos que financiam os déficits em conta corrente são esquecidos. E as crises são vistas como originalmente crises bancárias (as crises típicas dos países ricos), não crises do balanço de pagamentos, como de fato são.

Além disso, todos esses modelos pressupõem a hipótese dos déficits gêmeos (Gonzales, 2007). O déficit em conta corrente é entendido como o resultado líquido da poupança e do investimento públicos e privados, presumindo, contra as evidências empíricas, que tanto a taxa de câmbio quanto as finanças do setor privado estejam equilibradas. De acordo com esses modelos, decisões intertemporais ótimas sobre poupança e investimentos tomadas de forma descentralizada produzirão um saldo em conta corrente igualmente ótimo, compatível com uma taxa de câmbio intertemporalmente equilibrada. Se a conta corrente mostrar déficit, esse déficit será também ótimo, porque resulta das decisões maximizadoras dos agentes econômicos.

Tudo isso é totalmente incompatível com a relativa autonomia da taxa de câmbio e da conta corrente em relação aos déficits públicos; mais amplamente, é incompatível com minha afirmação no Capítulo 4, no sentido de que existe, nos países em desenvolvimento, uma tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio – uma tendência que só é “resolvida” por meio de uma crise do balanço de pagamentos.¹ Segundo a forma neoclássica de pensamento, não há razão para imaginar que o Estado tenha melhor informação sobre quanto os agentes privados devem poupar e investir do que os próprios agentes. Isso não seria verdade apenas em relação ao Estado e ao déficit público. Enquanto o setor privado seria capaz de se endividar sem risco para a economia nacional, o mesmo não aconteceria em relação ao setor público, porque não se pode presumir a racionalidade dos agentes públicos. Corden (1994: 78) resume essa visão da seguinte forma:

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 déficit do orçamento público é motivo de preocupação para as políticas públicas e o foco deve se concentrar nisso (...).

¹ Além disso, os pressupostos de decisões econômicas racionais e ideais implicam a adoção do método hipotético-dedutivo como o principal método de análise econômica – uma forma de raciocínio que critiquei em outros lugares, porque esse método, aplicado às ciências substantivas, na verdade constrói castelos no ar (Bresser-Pereira, 2009b). O método hipotético-dedutivo é o principal, se não o único método, em ciências metodológicas tais como a matemática ou a teoria da decisão.

Assim, de acordo com essa abordagem convencional, não faz sentido minha alegação de que a adoção da política de crescimento com poupança externa ou de déficits intencionais em conta corrente é a causa principal das crises financeiras nos países em desenvolvimento. Em lugar disso, na raiz dos déficits em conta corrente de “má qualidade” encontraríamos desequilíbrio fiscal e a determinação dos governos locais de se comprometerem com o risco moral de salvar bancos e empresas, a qualquer custo. Desses modelos, seguem-se políticas macroeconômicas. Em 1981, quando o déficit em conta corrente no Chile atingiu 14% do PIB, um alto funcionário do FMI argumentou que não havia razão alguma 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 séria crise do balanço de pagamentos e desvalorizou fortemente a moeda. Alguns anos mais tarde, a “doutrina Lawson”, cujo nome se refere ao ministro da Fazenda britânico Nigel Lawson (1987-99), tornou-se parte do pensamento macroeconômico neoclássico. De acordo com essa doutrina, não haveria motivo para se preocupar com os déficits privados, pois eles seriam automaticamente equilibrados pelo mercado; as crises financeiras sempre teriam origem no desequilíbrio fiscal do setor público. Reisen (1998: 11) cita a seguinte frase de um discurso feito por Lawson em 1988:

Somos prisioneiros do passado, quando os déficits em conta corrente do Reino Unido estavam quase invariavelmente associados a grandes déficits orçamentários, fraco desempenho econômico, baixas reservas e escassos ativos líquidos no exterior. A situação atual não poderia ser mais diferente.

Embora a doutrina Lawson não seja uma teoria, reúne os vários argumentos teóricos que combinam o conceito dos déficits gêmeos com a abordagem intertemporal da conta corrente. Assim, não surpreende que, em 1988, ela tenha aberto caminho para a definição, no início dos anos 1990, pelo Tesouro norte-americano e pelo FMI, da política de crescimento com poupança externa e da recomendação complementar de abertura financeira para os países em desenvolvimento.

O México é um bom exemplo da aplicação da doutrina Lawson. No período 1992-1994, o déficit médio em conta corrente foi de quase 7% do PIB. No entanto, em 1993, o Banco Central do México afirmou:

O déficit em conta corrente foi determinado exclusivamente pelas decisões dos setores privados (...) em razão do acima exposto e das sólidas posições das finanças públicas, a conta corrente claramente não deve ser motivo de preocupação excessiva.²

Resumindo, a explicação convencional usa, essencialmente, o conceito dos déficits gêmeos e a abordagem intertemporal da conta corrente, de acordo com os quais a conta corrente estará permanentemente equilibrada de modo razoável desde que o regime cambial seja o regime de taxa flutuante. No entanto, quando examinamos o período que se seguiu à doutrina Lawson e à proposta do Tesouro norte-americano de crescimento com poupança externa, observamos que muitos países enfrentaram grandes crises do balanço de pagamentos, apesar de mostrarem razoável equilíbrio fiscal. Portanto, devemos concluir que as explicações convencionais são insuficientes. Na próxima seção, propomos uma explicação alternativa.

POUPANÇA EXTERNA E CRISES FINANCEIRAS

Uma crise do balanço de pagamentos começa quando os credores externos perdem confiança e decidem interromper o financiamento da rolagem da dívida pública e privada de determinado país. Essa decisão é condicionada pelo retorno esperado das operações de crédito. Quando o retorno se torna negativo, teremos uma ruptura nos fluxos de financiamento. O que o credor faz é avaliar a probabilidade de receber de volta o valor de seus empréstimos. Chamemos de P essa probabilidade de sucesso, de R o retorno esperado, de K o valor emprestado, e de i a taxa de juros, o que podemos escrever de modo simplificado:³

$$E [R] = P \cdot [K (1+i)] - K(1+i^*) \quad (2.1)$$

² Citado em Edwards (2000: 16).

³ O imposto de recuperação, isto é, a parcela do empréstimo que é recuperada depois do “default”, é ignorado aqui.

onde i^* é a taxa de juros internacional e representa o custo de oportunidade do credor. Dado um diferencial de juros positivo ($i - i^* > 0$), a probabilidade P determinará o sinal do retorno esperado do credor. A probabilidade P depende das condições de liquidez e solvência do país. Tais condições – ou sua percepção – podem deteriorar-se rapidamente, de modo a gerar um retorno esperado negativo. A crise eclode quando as duas restrições deixam de ser satisfeitas, ou seja, a restrição de solvência e a restrição de liquidez. Quando um país adota a política de crescimento com poupança externa, começa a incorrer déficits em conta corrente elevados e contínuos, que terão efeitos negativos sobre ambas as restrições. Desde o começo, teremos uma substituição da poupança interna pela poupança externa, a fragilidade financeira externa logo se materializará e, finalmente, o país enfrentará crise financeira.

Assim, essa explicação para as crises do balanço de pagamentos evidencia sua causa direta – os déficits em conta corrente ou a política de crescimento com poupança externa, em lugar de uma causa doméstica, ou seja, as contas fiscais do governo. Em cada país, o déficit orçamentário poderá contribuir para o déficit em conta corrente, mas não necessariamente. A taxa de câmbio pode valorizar-se e a conta corrente pode tornar-se negativa, enquanto as contas fiscais estão sob controle.

A restrição de solvência intertemporal em um país é semelhante àquela enfrentada pelas empresas comerciais quando tomam capital emprestado. Os credores avaliarão a solvência intertemporal do país do mesmo modo que o fazem com os empréstimos às empresas. Avaliarão a capacidade do país de reembolsar os empréstimos. Verificarão o valor presente potencial do fluxo de caixa gerado pelos investimentos financiados (definidos como ativos operacionais). Uma empresa está insolvente quando esse valor presente não é suficiente para satisfazer os passivos, inclusive os empréstimos.

Ao transferir esse raciocínio para a avaliação da solvência externa de um país, a medida mais adequada de sua capacidade de reembolso é o valor presente das transferências de recursos, calculado à luz do superávit, que tem origem nas exportações menos importações e serviços não fatores. Pode ser expresso da seguinte forma:

$$(1+i)D_s - 1 = \sum_{s=t}^{\infty} \left[\frac{1}{1+i} \right]^{s-t} TLP_s \quad (2.2)$$

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

Mas o conceito de solvência intertemporal *stricto sensu* não tem muita utilidade para os credores, porque há infinitas trajetórias que garantem a solvência intertemporal de um país. Devemos considerar, portanto, as possíveis trajetórias que os credores convencionalmente exigem dos devedores para manter a rolagem da dívida. Convencionalmente, os credores usam a relação entre dívida externa e exportações (D/X) para controlar a solvência. Um país estará em situação confortável se essa relação estiver abaixo de 2; em situação duvidosa, se estiver entre 2 e 4; e, em situação crítica, se a relação for superior a 4. Essas são as regras práticas, mas são amplamente aceitas. Assim, a questão é saber como a política de crescimento com poupança externa afeta essa relação. Ela afeta negativamente a relação D/X porque um 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 do que as exportações, essa relação aumentará.

A segunda restrição financeira – a liquidez – pode ser definida como o descompasso entre a demanda por moeda estrangeira e o estoque de reservas internacionais do Banco Central. A acumulação dos déficits em conta corrente acaba provocando essa inconsistência entre os dólares potenciais, que estimamos estarem no passivo das instituições financeiras locais (IFs locais) e as reservas internacionais. De acordo com essa abordagem, os bancos locais e o Banco Central são instituições financeiras fundamentais que podem levar o país de uma condição de hedge para uma condição especulativa como consequência da política de crescimento com poupança externa.⁴ Os pressupostos citados estão por trás da afirmação de que a restrição de liquidez pode causar: i) uma taxa de câmbio relativamente fixa ou flutuante, mas que não responda

⁴ Os conceitos de “hedge”, “especulativo” e “Ponzi” usados aqui são de Hyman Minsky (1986). Uma instituição financeira é vista como “hedge” se seus passivos são pequenos em relação às vendas ou exportações e, como especulativa, se a instituição se torna dependente da boa vontade dos credores. A situação Ponzi é uma situação de insolvência.

rapidamente às variações do mercado;⁵ ii) crises do balanço de pagamentos. Além disso, temos de levar em conta a conhecida equação de arbitragem em que o retorno esperado (r) é igual à taxa de juros internacional (r_f), que é o custo do financiamento mais a depreciação esperada da moeda local (e) mais o prêmio de risco (p):

$$r = r_f + e + p \quad (2.3)$$

Dados esses pressupostos, podemos avaliar o impacto da política de crescimento com poupança externa sobre a liquidez – esta última medida pelo descompasso entre a demanda potencial de moeda estrangeira e as reservas. De acordo com Neftci (2002), o processo de endividamento, juntamente com a apreciação da taxa de câmbio, coincide com os momentos iniciais do ciclo de liquidez. Começando pelas IFs locais,⁶ a abertura financeira aumenta a taxa de introdução de inovações financeiras e de 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 ao Banco Central, a contrapartida sendo investida em títulos e/ou gerando ativos contra o setor privado.

Do ponto de vista do risco sistêmico, o aumento da dívida não afeta substancialmente os valores iniciais captados e a estrutura patrimonial consolidada das IFs locais e do Banco Central. No entanto, como os retornos incentivam a entrada de novas instituições no mercado, os balanços patrimoniais das IFs locais mostram características especulativas típicas. Para entender por que isso acontece, é necessário levar em conta a evolução do balanço do Banco Central, na medida em que ingressos de capital superiores aos crescentes déficits em conta corrente permitem a acumulação de reservas internacionais e a falsa percepção de menor vulnerabilidade externa. A acumulação de reservas pode ser acompanhada por um aumento da oferta monetária, dependendo do grau de esterilização implementado pela autoridade monetária. Quando há aumento da oferta monetária, o argumento convencional é que a queda na

⁵ Ao colocar essa condição, estamos rejeitando a alternativa convencional “fixa ou flutuante”, porque ela, na verdade, não existe empiricamente. Os países sempre administram suas taxas de câmbio, embora em graus variados (Bresser-Pereira 2004b). Além disso, a experiência mostra que um regime flutuante não evita as crises do balanço de pagamentos.

⁶ Usamos indiferentemente as expressões IFs locais e bancos locais.

taxa de juros reduzirá o incentivo à captação de empréstimos externos e o processo de ingresso de capitais perderá impulso. Esse é um pressuposto típico da hipótese do “mercado eficiente”. O que realmente acontece é que o aumento do risco sistêmico, o prêmio de risco conforme já definido, tende a crescer, estimulando a continuação do processo de captação. Mas os credores externos acompanham o aumento da relação da dívida e, em dado momento, acionam os sinais de alerta [*red flags*]. A partir desse momento, os empréstimos apenas financiam os reembolsos da dívida, ou seja, os ingressos líquidos de capital cessam e a fase eufórica do ciclo se encerra. Como há uma conta corrente a ser financiada, cria-se um descompasso entre as obrigações externas contraídas pelas IFs e as reservas. Em outras palavras, os balanços patrimoniais das IFs agora mostram características tipicamente especulativas.

Seria razoável supor que, de algum modo, o Banco Central interviria no mercado. Mas a fragilidade financeira dos bancos locais, agora constituída principalmente de unidades especulativas, imporá restrições às ações do Banco Central. A clássica configuração ou síndrome *too big to fail* (grande demais para falir) está agora presente. Por outro lado, a economia nacional está florescendo. Assim, embora os credores externos conheçam os incentivos e as restrições do Banco Central, também são influenciados pela euforia reinante. Em consequência, o cenário mais provável é que a moeda local continuará sobrevalorizada durante muito tempo e levará a economia à crise.

Uma vez que o ingresso líquido de recursos externos deixe de ser suficiente para financiar o déficit em conta corrente, a variação das reservas externas passará a ser negativa. Para o Banco Central, uma variação negativa das reservas significa um balanço patrimonial especulativo, porque, anteriormente, a percepção dominante era de que as possíveis liquidações de empréstimos externos eram sustentadas pela garantia de um estoque crescente de reservas internacionais. Agora, tendo em vista a reversão à condição anterior, o fluxo de dinheiro potencialmente necessário para financiar os passivos crescentes presentes nos balanços dos bancos locais se tornou maior do que o valor das reservas no ativo do Banco Central. A decisão de apenas um credor de liquidar total ou parcialmente sua posição é suficiente para desencadear um efeito manada que logo fará eclodir a crise – uma crise cujas causas estão diretamente relacionadas à política de crescimento com poupança externa ou, em outras palavras, às restrições de liquidez e solvência externas.

ANÁLISE EMPÍRICA⁷

Este capítulo se concentra nas crises do balanço de pagamentos que irromperam na década de 1990 e no início dos anos 2000 após a decisão, no início dos anos 1990, de incluir no Consenso de Washington a abertura financeira e a política de crescimento com poupança externa.⁸ Usando um índice de pressão no mercado cambial (PMC) multivariável, fomos capazes de detectar 14 crises do balanço de pagamentos em países de renda média. Mas a identificação de uma crise financeira não é simples; assim, as conclusões ou os resultados dos vários estudos econométricos estão condicionados às definições adotadas.⁹

Como nossa abordagem teórica baseia-se na ideia de que as recentes crises financeiras estão relacionadas à deterioração do setor externo da economia, o ponto de partida de nossa análise empírica foi uma extensão dos modelos de primeira geração que explicam as crises financeiras por referência aos fundamentos macroeconômicos no setor bancário local. Entretanto, nossa tarefa principal foi selecionar as variáveis que poderiam testar a hipótese de que a crise financeira é explicada predominantemente pela deterioração dos fundamentos do setor externo, que, por sua vez, advém da acumulação dos déficits em conta corrente.

Dessa forma, incluímos duas “proxies” que potencialmente captariam solvência e liquidez, cuja deterioração provoca as crises. Como “proxy” para solvência, utilizamos a variação da posição da conta corrente, defasada por um período. Quanto à liquidez, utilizamos a variação da relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais. Além disso, nossas primeiras estimativas incluíram as seguintes variáveis explicativas para PMC: i) déficit fiscal como porcentagem do PIB; ii) crédito (das autoridades monetárias) concedido ao setor bancário como porcentagem do PIB; iii) exigibilidades de curto prazo do Banco Central como parte das reservas internacionais; iv) uma

⁷ Nesta seção, apresentamos apenas um breve resumo do estudo econométrico. Para um relato completo dos testes, ver Gonzalez (2007).

⁸ Na década de 1980, o Consenso de Washington, conforme estabelecido originalmente por Williamson (1990), não incluía a abertura financeira. A decisão de incluir a abertura financeira foi tomada pelo Tesouro norte-americano em 1993, no primeiro ano do governo Clinton.

⁹ Para uma discussão sobre a definição de uma crise e os respectivos resultados empíricos, ver Gonzalez (2007).

variável “proxy” que capta o efeito de contágio; e v) uma medida do risco político (International Country Risk Guide – Guia Internacional do Risco-país).

Utilizamos dados trimestrais e nossa amostra de países levou em conta a Financial Times Country Classification (classificação de países do jornal *Financial Times*) para obter os “mercados emergentes”. A disponibilidade de dados nos permitiu estudar 14 países: Argentina, Brasil, Coreia, Equador, Filipinas, Indonésia, Israel, México, Peru, República Tcheca, Rússia, Tailândia, Turquia e Venezuela.

Os primeiros resultados obtidos foram conformes à nossa hipótese teórica. Ou seja, a solvência e a liquidez foram significativas para explicar os movimentos observados da variável dependente – PMC – e o déficit fiscal não foi uma variável significativa. É importante destacar que as evidências de que a variável fiscal não é significativa estão de acordo com outras análises empíricas disponíveis, como Pereira e Seabra (2004). Além disso, seguindo Eichengreen et al. (1994) e Radelet e Sachs (2000), incluímos fundamentos macroeconômicos que poderiam afetar PMC: i) o crédito bancário oferecido ao setor privado como porcentagem do PIB; ii) a variação do índice de preços ao consumidor (IPC); e iii) a taxa de desemprego. Os novos resultados apresentaram evidências semelhantes, apontando principalmente para a importância da liquidez e da solvência.

O passo seguinte de nossa análise empírica foi a criação de uma definição formal de crise. Desse modo, definimos uma variável binária (CRISE) baseada no desvio (2,33 desvios-padrão) do PMC em relação à sua média. Além disso, com base em Rodrik e Velasco (1999), para qualquer trimestre em que CRISE seja igual a 1, assumiu-se que esta última seria igual a zero nos 3 trimestres seguintes. Fazendo isso, conseguimos evitar a dupla contagem das crises.

Isso foi ainda mais importante em vista da base trimestral de nossos dados. Por razões técnicas, tivemos de excluir todos os países que não mostraram pelo menos um evento de crise, o que significou remover Israel e Peru de nossa amostra. Assumindo 2,33 desvios-padrão, identificamos 19 episódios de crise. Escolhemos usar um modelo LOGIT para nossas novas estimativas. Uma vez mais, os resultados estiveram de acordo com nossa hipótese teórica: ou seja, a solvência e a liquidez foram significativas para explicar a variável binária.

Resumindo, a análise empírica que foi realizada e rapidamente exposta nesta seção sustentou o raciocínio teórico desenvolvido anteriormente. Usando

diferentes especificações de métodos e modelos, concluímos que há evidências de que a solvência e a liquidez são corroídas no decorrer do tempo pela acumulação dos déficits em conta corrente, o que aumenta a probabilidade de episódios de crise financeira.

CONCLUSÃO

Resumindo, contrariamente às alegações da análise econômica convencional, as crises do balanço de pagamentos na década de 1990 e no início dos anos 2000 não foram causadas principalmente pelos déficits fiscais, mas pelos déficits em conta corrente recorrentes. Os déficits públicos podem causar crises, mas somente quando a hipótese dos déficits gêmeos se confirma – um resultado que, em geral, não se materializa, porque a taxa de câmbio raramente está em equilíbrio nos países em desenvolvimento. Tendo em vista a tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização, essa taxa pode permanecer sobrevalorizada por períodos relativamente longos, seguida de uma parada súbita ou uma acentuada desvalorização que indica uma crise financeira. Atraídos por maiores retornos, os credores externos subestimam as restrições de liquidez e de solvência a que tais países estão sujeitos. A política de crescimento com poupança externa e a política de aprofundamento de capital, por parte da ortodoxia convencional, e o populismo cambial, por parte dos políticos locais, apenas agravam a sobrevalorização. Os consequentes ingressos de capital, que, segundo a opinião comumente aceita, beneficiam os países em desenvolvimento, na verdade seguem um processo de três estágios: em primeiro lugar, provocam a substituição da poupança interna pela poupança externa, um pequeno aumento da taxa de investimento e um aumento substancial do endividamento externo do país; em segundo lugar, provocam fragilidade financeira internacional, acarretando uma política de construção da confiança; e, em terceiro lugar, acabam provocando uma crise do balanço de pagamentos. 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.

Nos testes econométricos, as variáveis relativas a liquidez e solvência foram significativas, enquanto nos mesmos testes a variável fiscal não foi significativa. Assim, os dados sustentam a hipótese de que a política de crescimento com

poupança externa, e não o relaxamento fiscal, foi a causa principal das crises do balanço de pagamentos. Eles confirmam a tese de que existe, nos países em desenvolvimento, uma tendência da taxa de câmbio à sobrevalorização. A taxa de câmbio não varia em torno de uma taxa de equilíbrio, como aconteceria se os mercados fossem eficientes para controlá-la. Além da conhecida “alta volatilidade” que caracteriza a taxa de câmbio nos países em desenvolvimento, inclusive nos de renda média, há a tendência à sobrevalorização, que, quando não neutralizada, termina em crise financeira.