

# UMA EMINENTE OPINIÃO DISSIDENTE SOBRE O PERIGO IMINENTE

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

9/outubro/97

No início de outubro realizou-se em Bogotá, Colômbia, a reunião anual da Associação de Economia Latino-Americana, LACEA. Nesta foram apresentados diversos trabalhos sobre uma miríade de temas econômicos aplicados aos países da América Latina. Em uma das principais sessões, falou o eminente economista argentino Guillermo Calvo, professor da universidade de Maryland, EUA, abordando o candente assunto das crises cambiais.

Calvo foi enfático ao afirmar que é um erro procurar as causas das crises cambiais ocorridas em mercados emergentes nos números dos déficits em conta-corrente. Para ele, é desprovido de sentido dizer que o Brasil será o próximo a cair porque seu déficit em conta corrente do balanço de pagamentos aproxima-se de 5% do PIB. Como a opinião de Calvo vai de encontro ao senso comum, vale resumi-la.

Calvo inicia chamando a atenção para o fato que, no modelo original de crise no balanço de pagamentos (desenvolvido por Paul Krugman na década de 70), a crise cambial é resultado de uma aguda contração dos agregados monetários. Em clara oposição a tal modelo, as crises recentes do México e da Tailândia mostraram que, precedendo as crises, ocorreu um significativo aumento do crédito doméstico, em grande parte devido a empréstimos realizados pela própria autoridade monetária. Assim sendo, um modelo que vise explicar as crises cambiais recentes deve enfatizar o funcionamento dos mercados financeiros doméstico e internacionais. Como os modelos macroeconômicos tradicionais enfatizam a moeda como variável básica, isso os leva, segundo Calvo, a errar o foco da análise. O foco deve se situar no ativo do banco central, onde está o crédito doméstico, e não no seu passivo, onde está a moeda.

Os fatos estilizados básicos dos mercados financeiros que devem ajudar a explicar as crises cambiais recentes são, segundo Calvo:

- 1) Os bancos centrais tendem a **não** reagir a ataques especulativos com altas significativas de juros com medo de uma quebra generalizada de bancos; e
- 2) O comportamento dos investidores internacionais se assemelha ao de uma rês no meio da manada; eles não estudam o suficiente da realidade de cada país/setor para tomar decisões autônomas, e tendem a seguir a manada para onde ela for.

Pelo fato (1), os bancos tendem a se sentir protegidos, e a assumir posições mais arriscadas do que assumiriam se não pressentissem o socorro oficial (*moral hazard*). A combinação dos fatos (1) e (2) pode levar a que nada mais do que um rumor de uma iminente desvalorização cambial leve os especuladores a venderem a moeda doméstica a descoberto,<sup>2</sup> resultando numa acentuada elevação do crédito bancário doméstico. O aumento do crédito doméstico pré-crise, outro fato estilizado das recentes crises cambiais, tende a elevar os juros caso o banco central não

---

<sup>1</sup> Depto. de Economia PUC-Rio.

<sup>2</sup> Vender um ativo a descoberto é vendê-lo sem de fato o ter. Pode-se interpretar um empréstimo em um banco como uma venda a descoberto pelo tomador do empréstimo ao banco de um título de renda fixa. Ou seja, o tomador do empréstimo fica responsável por entregar ao banco todos os pagamentos que o banco receberia se estivesse de fato detendo o título de renda fixa, ou seja, a repagar o empréstimo original acrescido dos juros contratuais. No caso em tela, vender reais a descoberto é equivalente a comprar dólar com crédito bancário doméstico (em reais).

intervenha. Pelo fato (1), contudo, o banco central tende a intervir mantendo os juros baixos e sancionando o aumento do crédito doméstico, ou seja, municiando o inimigo. Em suma, Calvo identifica nas crises cambiais recentes elementos de profecias auto-realizáveis.

Para não cair nessa armadilha, os países têm tentado diferentes caminhos:

- 1) atar as mãos do banco central (como o faz a Argentina), e
- 2) limitar o acesso ao mercado de capitais doméstico (Calvo cita aqui a Colômbia, o Chile, a Tailândia e a Malásia).

A Argentina conseguiu evitar a corrida contra o Peso, mas o banco central acabou expandindo o crédito doméstico via a diminuição dos compulsórios dos bancos, e a concessão de empréstimos. Sem embargo, Calvo julga ter sido a reação argentina ao “Tequilla” bem mais adequada do que a expansão subreptícia do crédito ocorrida no México e na Tailândia.

Calvo considera que os controles sobre a mobilidade de capitais parecem ter sido bem sucedidos em aumentar a duração dos fluxos de capitais. Já as proibições impostas na última hora, como a proibição de vendas a descoberto na Malásia, não tiveram o mesmo sucesso, talvez por se constituírem numa mudança abrupta de regras, o que sinaliza um provável desespero da autoridade monetária.

Calvo se mostrou bastante favorável à manutenção de altas taxas dos compulsórios dos bancos, como ocorre hoje no Brasil. Elevados compulsórios serviriam tanto para conter uma expansão indesejada do crédito para se especular contra a moeda doméstica, quanto para servir como uma reserva no caso de ser necessário socorrer os bancos insolventes, como ocorreu na Argentina e no Brasil.

A estrutura da dívida pública tem, segundo Calvo, uma importância vital na eclosão e no desenvolvimento das crises cambiais recentes. Uma característica marcante dos mercados de capitais é o aumento da fração de dívida pública e privada colocada fora do sistema bancário doméstico. Exemplo disso são as trocas recentes de títulos Bradys por títulos não colateralizados de longo prazo feitas pelo Brasil, Argentina, México e Venezuela.

Calvo identifica como as causas mais imediatas da crise mexicana de dezembro de 1994 o aumento espetacular da fração de títulos públicos mexicanos de curto prazo indexados ao dólar (Tesobonos) durante o ano de 1994 (pré-Tequilla), e a incapacidade de conseguir uma rolagem destes. Segundo ele, algo similar ocorreu na Tailândia com títulos privados. Tais fatos sugerem que os seguintes princípios devem ser seguidos:

- 1) As maturidades mais longas são preferíveis. Em países nos quais o banco central é o prestador de última instância, as maturidades longas devem também ser usadas nas operações de esterilização. Sob tais condições, é provável que as reservas esterilizadas sejam empregadas para o socorro aos bancos no evento de uma crise. Isto tende a criar um descasamento de maturidades, pois o banco central ficaria, após o socorro aos bancos, com ativos longos (os empréstimos para salvar os bancos) e passivos curtos (os títulos do banco central usados para esterilizar as reservas);
- 2) Caso as taxas requeridas para a colocação de dívida longa sejam por demais elevadas, o governo tenderá a colocar dívida curta. Neste caso, Calvo aconselha (não muito realisticamente!) que, para efeito da contabilidade do déficit público, a conta de juros seja acrescida do diferencial de taxa de juros entre os títulos longos que deveriam ter sido colocados e os títulos curtos que foram efetivamente colocados. A

idéia aqui é forçar um superávit nas contas públicas para gerar uma reserva para ser usada no caso de ocorrerem dificuldades com a rolagem dos títulos públicos mais curtos.

3) A possibilidade de se emitir dívida indexada deve ser explorada antes de se emitirem títulos curtos, desde que os fundamentos macroeconômicos do país permitam de fato ao governo antever inflação reduzida no médio e longo prazo.

4) Caso o governo não consiga colocar dívida longa por problemas de credibilidade, o país deveria reduzir drasticamente a fração dívida/PIB ou dívida/exportações. Tal medida se justificaria porque a falta de credibilidade do governo poderia estar sendo causada pelo medo dos agentes que o governo venha a dar o calote na sua dívida. Ao diminuir a dívida, o governo sinaliza que não vai seguir tal via.

5) A dívida pública total deve incluir todas as opções contra o tesouro, como o seguro bancário e outros passivos contingentes. Isto porque, durante uma crise, tais passivos privados tornam-se passivos públicos.

Quanto as flutuações do produto, Calvo atribui as enormes quedas do PIB ocorridas no México e na Argentina após o “Tequilla” (6,2% e 4,4%, respectivamente) ao corte nos investimentos inacabados que ocorreu quando se reverteu o fluxo de poupança externa, os influxos de capital. Ou seja, a volatilidade dos fluxos de capital seria um fator magnificador das crises cambiais.

Neste ponto, Calvo explica longamente como sua visão das crises cambiais reverte completamente a visão Keynesiana herdeira da *Teoria Geral*.<sup>3</sup> Segundo a interpretação Calviana de Keynes, a visão da *Teoria Geral* é que a poupança é uma função estável da renda (do PIB). Já o investimento não reage à taxa de juros e é altamente volátil, sujeito aos ânimos vitais (*animal spirits*) dos empresários. Ou seja, as flutuações do PIB seriam resultado do ânimo volátil dos empresários capitalistas.

Já a interpretação de Calvo é precisamente a oposta. Segundo ele, as crises não são produtos da falta de vontade de investir dos empresários, mas sim da falta de poupança para financiar tais investimentos. A alocação da poupança internacional pelos países é altamente volátil (veja o fato estilizado (2)) e guiada pelos “ânimos vitais”. O investimento num dado país é determinado pela soma das poupanças doméstica e externa, esta altamente volátil.

Assim, se a *Teoria Geral* afirma que o investimento causa a poupança, Calvo afirma que a poupança causa o investimento. Mais ainda, ao se concordar com Keynes que a poupança doméstica é uma função estável da renda (do PIB), e ao se notar que a fuga de capitais de um país é uma variável pouco volátil (porque os governos podem restringir drasticamente as saídas de capital através de controles cambiais), chega-se à conclusão que a fonte das flutuações macroeconômicas devem residir na poupança externa, contabilmente igual à conta corrente do balanço de pagamentos.

Note que, na teoria de Calvo, o importante para causar grandes variações no produto não é o nível do déficit em conta corrente (poupança externa), mas sua volatilidade. Se a volatilidade dos déficits em conta corrente estiver positivamente associada ao nível dos mesmos, então a gravidade das crises (recessões) estarão intimamente associadas ao tamanho dos déficits em conta corrente.

---

<sup>3</sup> Refere-se aqui à obra mais famosa do economista inglês John Maynard Keynes, *A Teoria Geral do Juro, do Emprego e da Moeda*.

É importante ressaltar que essa visão de que as crises são causadas pela reversão da poupança externa tem no crédito doméstico o seu principal mecanismo de propagação dentro da economia doméstica. Quando se retraem os fluxos de capital, o mesmo ocorre com o crédito da economia, levando à queda da demanda agregada (devido à queda da demanda por investimento por insuficiência de crédito) e, conseqüentemente, do produto.

Por fim, Calvo tampouco se revela um crítico de taxas de câmbio fixas (Argentina) ou semi-fixas (Brasil). Argumenta que o câmbio flexível não é uma panacéia, pois os EUA tinham câmbio flexível, e experimentaram uma espetacular apreciação em sua taxa real de câmbio na primeira metade dos anos 80. Ademais, dada a grande volatilidade dos agregados monetários reais em mercados emergentes, especialmente na América Latina, um regime de câmbio flexível pode tornar a taxa de câmbio excessivamente volátil, prejudicando o comércio internacional do país.