

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**OS CONDICIONANTES DA DESVALORIZAÇÃO DO REAL
EM 2002 SOB O ENFOQUE DAS TEORIAS DE CRISES
CAMBIAIS.**

Felipe Wolk Teixeira

Florianópolis, agosto de 2006

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**OS CONDICIONANTES DA DESVALORIZAÇÃO DO REAL EM 2002 SOB O
ENFOQUE DAS TEORIAS DE CRISES CAMBIAIS.**

Monografia apresentada ao departamento de Economia como requisito para a conclusão do curso de Ciências Econômicas.

Por: Felipe Wolk Teixeira

Orientador: Prof. Eraldo Sergio da Silva

Área de Pesquisa: Macroeconomia / Crises cambiais

Palavras – Chaves: 1. Crises Cambiais
2. Desvalorização
3. Incerteza

Florianópolis, agosto de 2006

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO – ECONÔMICO
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota 9,0 ao aluno Felipe Wolk Teixeira na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora: _____

Prof. Eraldo Sérgio da Silva

Presidente

Prof. Renato Ramos Campos

Membro

Prof. Rabah Benakouche

Membro

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Thyrza Wolk e Ivan de Carvalho Teixeira, por todo o aprendizado e carinho durante toda a vida; também à minha irmã Diana Wolk Teixeira por todas as brigas e palavras de incentivo. Agradeço também a minha namorada Andressa Corrêa Sanches pelo grande suporte nesse período.

A todos os amigos que conviveram comigo e permitiram me manter motivado durante as fases mais difíceis, a todos os que compartilharam tanto festas como corridas desesperadas em cada final de semestre, de acordo com os regulamentos de todo “bom acadêmico”, obrigado!

Agradeço a todos os professores do curso de Ciências Econômicas, em especial a Roberto Meurer, Patrícia Ariento, Fernando Seabra, Celso Weydmann, Ricardo Oliveira e Wagner Ariento, por toda a paciência, ensinamentos e colocação de novos questionamentos, todos colaboraram para uma breve redução da assimetria de informações existente em mim.

À Universidade Federal de Santa Catarina, que com toda sua estrutura permitiu a formação do que sou hoje.

Agradeço em especial meu orientador, Eraldo Sergio da Silva, que mostrou sincera paciência e grande ajuda no processo de elaboração desse estudo.

Obrigado!

RESUMO

TEIXEIRA, Felipe Wolk. Os condicionantes da desvalorização do Real em 2002 sob o enfoque das teorias de crises cambiais. 2006. 53f. Trabalho de Conclusão de Curso (Curso de Economia) – Universidade Federal de Santa Catarina, 2006.

Orientador: Eraldo Sérgio da Silva.

Este trabalho de conclusão pretende determinar os principais fatores geradores da desvalorização do Real ocorrida em 2002, durante as eleições presidenciais, relacionando estes com os existentes modelos de crise cambial.

Para tal, foi necessária a introdução de alguns dos modelos de crises cambiais, disponibilizando assim um instrumental mínimo para a análise. Diversos condicionantes potenciais da desvalorização foram então analisados, como: variáveis econômicas e políticas, aspectos infra-estruturais (o choque de oferta de energia) e a hipótese de um contágio decorrente da recessão Argentina.

No período em questão, o Brasil apresentou grande montante de condicionantes em ação: tanto fundamentos macroeconômicos fragilizados como a relação Dívida Líquida do Setor Público / PIB, como choques adversos, sendo estes tanto internos, com a redução de oferta de energia e o processo eleitoral, como externos, através da crise Argentina.

A avaliação desses fatores permite concluir que a desvalorização de 2002 não apresentou um condicionante predominante mas sim que foi o conjunto dessas variáveis que engendraram a mini crise cambial aqui em foco: o conjunto macroeconômico, em um período pós-crise infra-estrutural, aliado a um cenário externo atípico e à incerteza do processo eleitoral, formam um grupo de intensa pressão na relação cambial R\$ / US\$.

Foi também possível concluir que este agrupamento heterogêneo não permite a aplicação de apenas um modelo de crise cambial. Unicamente através do uso das premissas dos diferentes modelos e abordagens existentes é que se pode analisar a mini crise ocorrida.

Palavras – Chave: Crises Cambiais, Desvalorização, Incerteza.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Taxa de câmbio comercial para compra (R\$ / US\$) – 1998 - 2006	11
Figura 2: Taxa de Câmbio (R\$ / US\$) comercial para compra. 2002	21
Figura 3: Investimento Brasileiro x Investimento Estrangeiro (US\$ Mi) - 1999 / 2005	24
Figura 4: Reservas internacionais – Liquidez internacional (US\$ Mi) – Pré-Desvalorização	25
Figura 5: Reservas Internacionais - Liquidez Internacional (US\$ Mi) - Desvalorização	26
Figura 6: Reservas Internacionais - Liquidez Internacional (US\$ Mi) - Pós-Desvalorização	27
Figura 7: Proporção DLSP/PIB % - 01.1999 a 02.2006	29
Figura 8: DLSP - Participação percentual por indexador. 01/2001 -12/2004	30
Figura 9: Taxa de Juros Real: 1980 – 2005	31
Figura 10: Taxa de Juros dos EUA – Prime Real (IPC) – 1999-2002	32
Figura 11: Evolução do PIB (em R\$ 2005); 1999 – 2005	33
Figura 12: Evolução do Armazenamento no Sistema Sudeste / Centro-Oeste	36
Figura 13: Crise Argentina	38
Figura 14: Comércio com a Argentina (US\$ FOB)	40
Figura 15: Risco País da Argentina e Brasil	41
Figura 16: Evolução da Intenção de voto para presidente (%)	42
Figura 17: Taxa de câmbio (RS / US\$) comercial para compra X IBOPE	43
Figura 18: Votos válidos para presidente no 1º turno de 2002	43
Figura 19: Votos válidos para presidente no 2º turno de 2002	43
Figura 20: EMBI Spread Brazil vs. Global, 1998 – 2005	47
Figura 21: Taxa de Câmbio (US\$) comercial para compra x Risco País	47
Figura 22: Risco Brasil (Final de período)	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Balança de Pagamentos, 1999 – 2005.....	23
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Média do nível de reservas por subperíodo (US\$ Mi).....	27
Tabela 2: Variação Percentual Anual Real do PIB.....	34

SUMÁRIO

Parte 1. Introdução	10
1.1 Problema.....	11
1.2 Objetivos.....	12
1.3 Metodologia.....	12
Parte 2. Revisão da Literatura.....	13
2.1 Tipos de regimes cambiais.....	13
2.2 Modelos de Crises Cambiais.....	13
2.2.1 Modelos de Primeira Geração	14
2.2.2 Modelos de Segunda Geração: <i>Escape Clause Approach</i>	15
2.2.3 Modelos de Terceira Geração.....	16
2.2.3.1 Mercado Imperfeito, Crise Financeira e Crise Cambial.....	17
2.2.3.2 Efeito de Contágio	18
2.2.3.3 Fatores Políticos.....	19
Parte 3. Análise dos Fundamentos Econômicos.....	21
3.1 Balança de Pagamentos	22
3.1.1 Análise	23
3.2 Reservas Internacionais.....	24
3.2.1 Análise	25
3.3 Dívida Líquida do Setor Público.....	28
3.3.1 Análise	29
3.4 Taxa de Juros.....	30
3.4.1 Análise	31
3.4.2 Juros Externos	32
3.5 PIB.....	32
3.6 Visão final dos indicadores.....	34
Parte 4. Outros Fatores da Mini Crise de 2002.....	35
4.1 A Crise Energética	35
4.2 A Crise Argentina.....	37
4.2.1 Contágio no Brasil	39
4.3 Processo Eleitoral	41
4.3.1 IBOPE.....	42
4.3.2 O Processo Eleitoral e a preocupação frente à Lula	44
4.3.3 Comprovação Empírica do Fator-Lula: o Risco País	46
4.4 Síntese.....	48
Parte 5. Conclusão.....	49
REFERÊNCIAS.....	51

Parte 1. Introdução

Três décadas de ajustes intensivos; esta é a trajetória vivida pela economia brasileira. Há mais de três décadas o país não vê taxas de crescimento como as médias observadas de 8% a.a durante o período do Milagre Brasileiro, ocorrido entre 1968-1973.

Desde a eclosão da Primeira Crise do Petróleo, em 1973, o país tem passado por um grande volume de ajustes e reformas, visando restabelecer o ritmo de crescimento da economia nacional, conforme exposto a seguir:

Na metade da década de 70, esteve presente o 2º Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND); na década de 80, o *duo* da dívida pública e inflação gera inúmeros choques heterodoxos - como o Plano Bresser, Cruzado I e II e Verão; na década de 90, o movimento de hiperinflação pede por novos ajustes, é a vez do Plano Collor I e II (1990-1991); por fim, o Plano Real em 1994.

É apenas nesta última década, com o Plano Real, que a economia consegue se estabilizar, contendo o movimento inflacionário e garantindo a abertura de “portas” para o desenvolvimento econômico.

Foram as eleições Presidenciais de 2002, porém, que deram esperança a população brasileira de que essas portas para o desenvolvimento seriam de fato utilizadas. O surgimento de um novo horizonte no cenário político nacional ocorre com a grande popularidade obtida pelo candidato Luiz Inácio Lula da Silva (doravante, Lula), do Partido dos Trabalhadores (PT) no processo eleitoral.

A perspectiva de diferenciação nas políticas a serem executadas, sinalizadas pelos princípios e ideologias defendidas há tempos pelo partido, é causa de incerteza no mercado internacional. A possibilidade de novas mudanças nas “regras do jogo”, como mudanças no mercado financeiro, é capaz de afetar a expectativa de ganho de agentes externos no país, causando distúrbios.

Esse movimento é um dos causadores de novo desequilíbrio na economia nacional, mais especificamente no mercado de câmbio, através de extrema desvalorização da moeda nacional, o Real.

A cotação do Dólar, que em janeiro de 2001 flutuava na média de R\$ 2,37, atinge a marca média de R\$ 3,80 em outubro; uma desvalorização de 60% em menos de um ano. A figura 1, abaixo demonstra o comportamento médio da taxa de cambio R\$ / US\$ dos últimos anos:

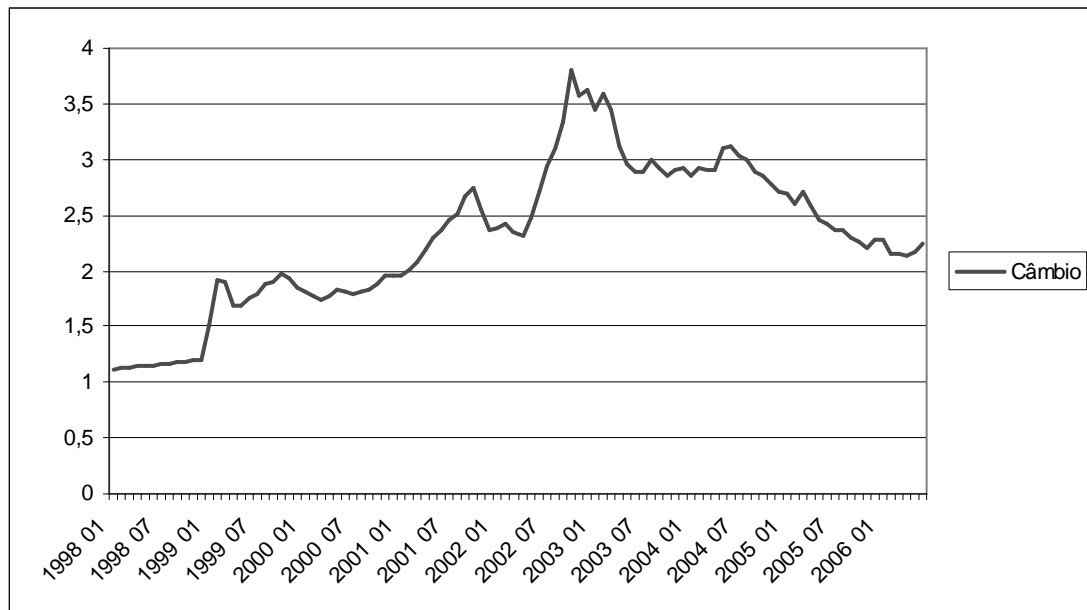


Figura 1 Taxa de câmbio comercial para compra (R\$ / US\$) – 1998 - 2006
Fonte: IPEADATA

O Brasil, com pouco tempo transcorrido da maxidesvalorização em 1999, sofre uma mini crise cambial no ano de 2002.

1.1 Problema

Pouco se encontra, na literatura, sobre o desenrolar dessa mini crise, sendo seus motivos geralmente indexados apenas à incerteza frente à mudanças na política nacional, conforme a seção anterior. Foi a incerteza o único, ou o predominante fator gerador da desvalorização cambial?

Em 2001, um ano antes da explosão da desvalorização, a América Latina começa a sofrer os efeitos da Crise Argentina. O Brasil, nesse mesmo período, passa por uma intensa crise de fornecimento de energia, pondo em xeque a estabilidade do setor infra-estrutural nacional; e os outros indicadores econômicos nacionais neste período, como o crescimento do PIB; seriam estes também “ingredientes-chave” do ocorrido em 2002?

1.2 Objetivos

Este estudo então se propõe à: (i) exposição de algumas teorias sobre crises cambiais; (ii) identificar possíveis condicionantes da mini crise cambial de 2002; (iii) analisar as variáveis de acordo com as teorias de crise existentes.

1.3 Metodologia

A metodologia a ser utilizada é de uma breve revisão da literatura existente tanto nos anuais de economia como em artigos diversos, além da coleta de dados secundários de instituições como o IPEADATA e o Banco Central.

Após essa introdução, o trabalho se estrutura da seguinte forma: a seção seguinte apresenta alguns regimes de câmbio e suas diferenças, somadas à exposição de algumas teorias sobre crises cambiais existentes na literatura. A terceira parte é composta pela análise dos fundamentos econômicos, de suas variáveis; na quarta parte, outros condicionantes são acrescentados: a crise Argentina, a crise de energia e o processo eleitoral. Este trabalho termina com a quinta parte, contendo as notas finais do estudo.

Parte 2. Revisão da Literatura

Estabilidade e equilíbrio; estas duas instâncias estão sempre entre as máximas das metas governamentais na área econômica. A obtenção e sustentação desse estágio é resultado do somatório de diversas políticas econômicas, como: fiscal, monetária e cambial.

O mercado de câmbio é consequência da abertura de um sistema econômico, ou seja, a participação de um país em um ambiente global de trocas. É esse mecanismo, o mercado cambial, que torna possível as transações entre os distintos países. O equilíbrio neste segmento depende do tipo de regime adotado.

2.1 Tipos de regimes cambiais

Os diferentes tipos de regimes são referentes ao grau de flutuação permitido na taxa de câmbio, indo desde a livre flutuação do câmbio flexível à rigidez do câmbio fixo. Em um sistema de livre flutuação, a taxa de câmbio é determinada pelo mercado, ou seja, o equilíbrio entre as forças de oferta e demanda; já em um sistema de câmbio fixo, o governo atua visando estabilizá-la em um determinado patamar.

Os regimes de câmbio fixo podem ser do tipo puro, fixação de um patamar específico ou *Hard Pegged*, a indexação plena a outra moeda. Os regimes flutuantes se dividem entre o puro (flutuação livre) e o administrado, onde o governo interfere em momentos específicos.

2.2 Modelos de Crises Cambiais

O estudo acadêmico sobre as crises cambiais evoluiu de forma dinâmica nas últimas quatro décadas. Sua origem é atribuída aos *papers* de Salant e Henderson (1978) e de Krugman (1979); este último obteve grande disseminação de seu modelo, onde foram estudadas as crises geradas por problemas nos fundamentos macroeconômicos do país, ou seja, a contínua execução de políticas econômicas inconsistentes com uma política de câmbio fixo. As modelagens derivadas destes estudos são categorizadas de Modelos de Primeira Geração.

Com a ocorrência de novas crises, como a do Sistema Monetário Europeu (SME) em 1992, novos modelos foram criados buscando maior capacidade de explicá-las; entre eles têm-

se o resultado dos artigos de Obstfeld (1994), Krugman (1996) e Flood and Marion (1999), definidos como Modelos de Segunda Geração¹. Estes modelos demonstram a possibilidade de uma crise auto-realizável num sistema onde os fundamentos macroeconômicos estão saudáveis.

Na última década, o ramo foi novamente expandido: a nova tendência é a criação de modelos específicos para análise de cada nova crise. O conglomerado desses recentes modelos é designado por alguns autores como Modelos de Terceira Geração. Estes modelos buscam a inclusão de conceitos da área microeconômica, como Risco Moral e Seleção Adversa e a possibilidade de um efeito de contágio da crise entre países.

Nos próximos itens serão feitas análises breves dos principais fundamentos dos modelos citados acima.

2.2.1 Modelos de Primeira Geração

Tendo como autores primários Krugman (1979) e Flood e Marion (1984), estas modelagens também são designadas como Modelos de Ataques Especulativos.

A premissa básica é de que um ataque especulativo contra as reservas internacionais de um país, sob regime de câmbio fixo, pode e deve ocorrer se forem executadas políticas econômicas inconsistentes com a sustentação do taxa fixa, gerando um cenário onde os fundamentos macroeconômicos se tornam desequilibrados. Conforme JEANNE (1999), essa situação “não é difícil de diagnosticar: é simplesmente resultante de uma política monetária ou fiscal que torna a desvalorização algo iminente”.

MIRANDA (2002), demonstra o funcionamento da modelagem de Krugman através de um caso onde o *PolicyMaker* passa a financiar uma elevada dívida pública através de aumento do crédito doméstico. O aumento do crédito tem como contrapartida a redução do estoque de reservas internacionais, que, se esgotado, causa o abandono do regime de câmbio fixo.

A expectativa de que ocorra redução nas reservas faz com que os especuladores demandem moeda externa e causem o esgotamento do estoque de reservas, antecipando assim a desvalorização cambial.

¹ JEANNE (1999) define estas modelagens como *Escape Clause Approachs*.

O momento desse ataque é definido por duas variáveis:

◊ E: taxa de câmbio de equilíbrio fixada e defendida pelo governo;

◊ Ês: taxa de câmbio Sombreada (*shadow flexible exchange rate*). É a taxa de que se realizaria no período caso o regime de câmbio passasse a ser flutuante.

No momento em que a taxa de câmbio sombreada supera a de câmbio fixa², ($\hat{E}s > E$), a possibilidade de ganhos com desvalorização se torna evidente para os especuladores, que iniciam seus ataques. Uma vez que o momento da desvalorização é único e pode ser definido, estes modelos são definidos como possuidores de um ponto único equilíbrio do sistema.

Alguns novos artigos demonstram a possibilidade de existência de múltiplos pontos de equilíbrio nos Modelos de Primeira Geração³, expandindo assim a capacidade de utilização desses primeiros modelos; visto que esta seção objetiva apenas uma releitura dos modelos, não cabe aqui entrar em assunto de tal densidade.

2.2.2 Modelos de Segunda Geração: *Escape Clause Approach*

A crise no Sistema Monetário Europeu, em 1992-1993 não permitiu a utilização dos Modelos de Primeira Geração (MPG), visto alguns fatores atípicos:

(A) Variantes econômicas instáveis não determinaram ataques especulativos imediatos, a crise ocorreu em período posterior em alguns países; essa defasagem temporal é incompatível com a hipótese defendida nos MPG.

(B) Economias estáveis sofreram crises resultantes de ataques conjuntos de especuladores; segundo os MPG, ataques especulativos não ocorrem em cenários onde os fundamentos macroeconômicos estão estáveis.

A partir dessas duas novas situações, desenvolveram-se modelos de modo a permitir a execução e análise de crises cambiais de caráter auto-realizável. Em cada período de tempo, o *policymaker* escolhe entre manter o câmbio fixo ou desvalorizá-lo, exercendo uma “válvula

² JEANNE (1999)

³ Ver Sen, Partha: Non-Uniqueness in the first generation balance of payment crisis models.

de escape”, essa alteração depende de uma mensuração de Custo X Benefício da manutenção do câmbio.

A especulação auto-realizável resulta do fato de que as expectativas dos agentes econômicos sejam capazes de influenciar a decisão do *policymaker* em manter ou não o câmbio fixado mediante aumentos nos custos de manutenção do mesmo (JEANNE (1999)).

A função a seguir define a composição do Benefício Líquido na sustentação do regime de cambio:

$$\mathbf{B} (\mathcal{O}_t, \pi_t)$$

$$(+, -)$$

Onde:

◇ \mathcal{O}_t : Somatório de fundamentos econômicos que influenciam no posicionamento frente à manutenção do câmbio;

◇ π_t : Expectativa, estimada no período t_1 , de uma desvalorização no período t_2 .

Uma melhora nos fundamentos garante direcionamento favorável à defesa do câmbio; já uma maior expectativa de desvalorização aumenta seus custos. O aumento dos custos nesse caso se dá através da necessidade de aumentar a taxa de juros para compensar, aos investidores, os custos de provável desvalorização cambial. A elevação nos juros afeta a economia através de diversos canais de transmissão, como expansão da dívida pública e desaquecimento econômico em geral.

No momento em que o benefício líquido se torna negativo, a opção pela válvula de escape (desvalorização) é exercida.

2.2.3 Modelos de Terceira Geração

Conforme destacado no início dessa seção, existe um questionamento sobre a existência de uma verdadeira terceira geração de modelos de crises cambiais: JEANNE (1999) defende que as novas modelagens não possuem um fundamento teórico essencialmente diferente dos modelos de outras gerações, sendo que os novos fatores causadores poderiam ser facilmente anexados à hipótese de problemas nos fundamentos macroeconômicos; já para

autores como KRZAR (2004) e SAQIB (2002), a inclusão de novas óticas merece a criação de uma terceira categoria de modelos.

A análise destes modelos, no presente trabalho, foi dividida em alguns sub-itens, de acordo com o fato gerador primário, facilitando sua identificação nas seções posteriores, a seguir:

2.2.3.1 Mercado Imperfeito, Crise Financeira e Crise Cambial

KRZAR destaca a inclusão de variantes referentes às imperfeições de mercado. A existência de informações assimétricas⁴ é capaz de gerar distúrbios no mercado financeiro e conseqüentemente engendrar uma crise cambial.

Esses distúrbios são reflexos de diversas falhas, definidas por conceitos da área microeconômica, como: Risco Moral, Seleção Adversa e Comportamento de Manada; explicitados a seguir:

◇ **Risco Moral:** Após o estabelecimento de um contrato, é possível que ocorra uma mudança no comportamento de um dos agentes envolvidos. Exemplificado: a existência de um prestador de última instância geralmente na figura do governo, ou a mera crença na existência de um, faz com que tomadores de empréstimos aumentem a utilização dos recursos em atividades de risco elevado. Essa elevação é derivada da crença dos tomadores de estarem seguros e amparados pelo prestador de última instância.

◇ **Seleção Adversa:** A existência de Informações Assimétricas faz com que os Fornecedores de Crédito busquem elevações nas remunerações através de aumento nas taxas de juros de empréstimo. Esse aumento no custo do empréstimo causa uma retração na tomada de recursos por Credores de Qualidade, bons pagadores, e expansão da tomada de recursos por Credores de Menor Qualidade, não tão bons pagadores.

◇ **Comportamento de Manada:** No decorrer das transações econômicas, agentes com menos informações tendem a seguir o movimento de Agentes que consideram ser possuidores de mais informações.

⁴ Para CURADO & CANUTO (2001), o problema de Assimetria de Informações ocorre quando um dos agentes possui menos informações que os demais.

MISHIKIN (1999) determina a ocorrência de uma Crise Financeira e através de um desses fatores⁵:

Inicialmente tem-se uma expansão na tomada de empréstimos para investimentos de risco, devido à crença de que o governo agiria como prestador de última instância, intervindo caso algo falhasse (problema de risco moral). Caso o risco se concretize e o governo não interfira, ou interfira em grau insuficiente, as instituições acabam tendo problemas na sua balança de pagamentos, ocasionando uma crise financeira através de dois canais:

- 1) Enfraquecimento do Setor Financeiro leva a queda no volume de novos empréstimos, reduzindo a entrada e a geração de recursos no setor e dificultando a rolagem da dívida já existente, agravando ainda mais a situação.
- 2) A Fragilidade também aumenta a possibilidade de ocorrência de ataques especulativos: em cenários de câmbio fixo, conforme visto anteriormente, um dos mecanismos de defesa da paridade é a elevação da taxa de juros; um aumento nos juros porém, dado um setor financeiro já engessado, se torna quase inviável.

Na ocorrência da crise cambial, tem-se o agravamento da situação financeira do país, visto que, em sua generalidade, a composição de suas dívidas é de curto prazo e em moeda externa. Uma desvalorização na moeda impacta diretamente o montante do ativo e indiretamente através de flutuação no nível de preços (efeito *Pass-Through*⁶).

2.2.3.2 Efeito de Contágio

CURADO & CANUTO (2001) definem contágio como sendo a situação onde um choque externo é transmitido para outros sistemas econômicos; o contágio é similar a um efeito dominó: um país em crise acaba por “derrubar” outros países.

A contaminação entre países ocorre devido a alguns fatores distintos; MASSON (1998) destaca três diferentes categorias, de acordo com as causas:

◊ *Monsoonal Effects*: Ocorre no sentido País Desenvolvido ◊ País em Desenvolvimento, sendo resultado de modificação em alguma variável econômica no País desenvolvido,

⁵ Outros modelos podem ser encontrados nos trabalhos de CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998) e KRUGMAN (1998).

⁶ Mais detalhes sobre seu funcionamento pode ser encontrado no trabalho de ALBUQUERQUE & PORTUGAL (2004).

como um aumento na taxa de juros. O aumento nos juros afeta os outros países ligados a este de diversas formas. Como exemplo dessa situação, é válido citar o ocorrido no Brasil durante os anos 70, onde o aumento dos juros americanos causou forte contração de entrada de recursos no Brasil.

◊ *Spillovers*: Transmissão através de canais comerciais; uma crise cambial em um país pode reduzir a competitividade⁷ de um outro, uma vez que a desvalorização cambial no primeiro pode vir a afetar a capacidade de exportação do segundo.

◊ *Pure Contagion / Wake up Call*: A crise em um país X qualquer pode contagiar um país Y com características semelhantes; A crise funciona como um “despertador”, alertando que turbulências similares podem ocorrer no outro país.

Esse tipo de crise é agravado pela existência do Comportamento de Manada: se um investidor de grande porte decidir retirar seus recursos do País Y outros investidores de menor porte podem segui-lo.

2.2.3.3 Fatores Políticos

Os grupos políticos têm grande impacto no sistema econômico, tanto de forma direta, através de execução de políticas e medidas diversas, como indiretas, com discursos e posicionamentos frente a distintos pontos de debate.

Os fatores políticos são de difícil mensuração e estudo, visto seu caráter semi-intangível, diversas vezes também subjetivo; no atual momento a literatura acadêmica ainda não garantiu avanço muito significativo em suas pesquisas. SAQIB (2002) é a referência existente para o estudo desses fatores; em seu trabalho, são discutidos quatro pontos:

- i) **Ciclo Eleitoral**: Tendência dos governos atuantes a postergar, em períodos de eleição, medidas de desvalorizações em momentos em que estas são consideradas necessárias. O adiamento na execução da desvalorização é vinculado ao receio de desaprovação popular nas eleições visto que a desvalorização da moeda doméstica contrai o salário

⁷ Considerando que $F(\text{Competitividade}) = -1 * \text{taxa de câmbio}$.

real da classe trabalhadora. O atraso na execução da medida pode ocasionar choque nos fundamentos econômicos, aumentando a possibilidade de crise cambial.

- ii) Guerra e Atrito entre Partidos:** O atrito entre partidos políticos, seja por questões ideológicas, seja por defesa de eleitorado, gera ineficiência econômica, pois pode ocasionar o adiamento ou bloqueio total da execução de medidas essenciais. A vulnerabilidade à crise cambial se expande através do mesmo canal visto no item i.

- iii) Instabilidade Política:** A constante alternância de grupos políticos no poder afeta a execução de políticas consistentes de longo prazo, dificultando a solução de problemas como elevação da dívida externa e implementação de reformas estruturais eficientes.

- iv) Delegação de Autonomia / Poder:** Apresentado por SAQIB como um fator positivo; a transferência de poder de um órgão governamental para uma instituição independente elimina ou pelo menos reduz os problemas citados no item i. Um exemplo de delegação de poder é freqüentemente visto com a implementação de Bancos Centrais independentes, onde a política monetária pode ser executada, de certa forma, livre de barreiras políticas.

Na próxima parte iniciam-se as análises de alguns dos possíveis condicionantes da desvalorização de 2002, fatores estes relacionados aos fundamentos econômicos tão citados no presente capítulo.

Parte 3. Análise dos Fundamentos Econômicos

Instabilidade é a palavra chave para o Brasil no biênio 2001-2002, tanto devido a choques externos como a crise da Argentina como choques internos na forma de distúrbios nas variáveis macroeconômicas, racionamento de energia e início de novo ciclo eleitoral.

Em Abril de 2002 os efeitos desses choques começam a ser sentidos no mercado cambial: a taxa de câmbio R\$ / US\$ inicia um processo de constante desvalorização, que prossegue até atingir o ponto máximo de R\$ 3,9552 / 1 US\$, em 22 de Outubro, a seguir, na figura 2:

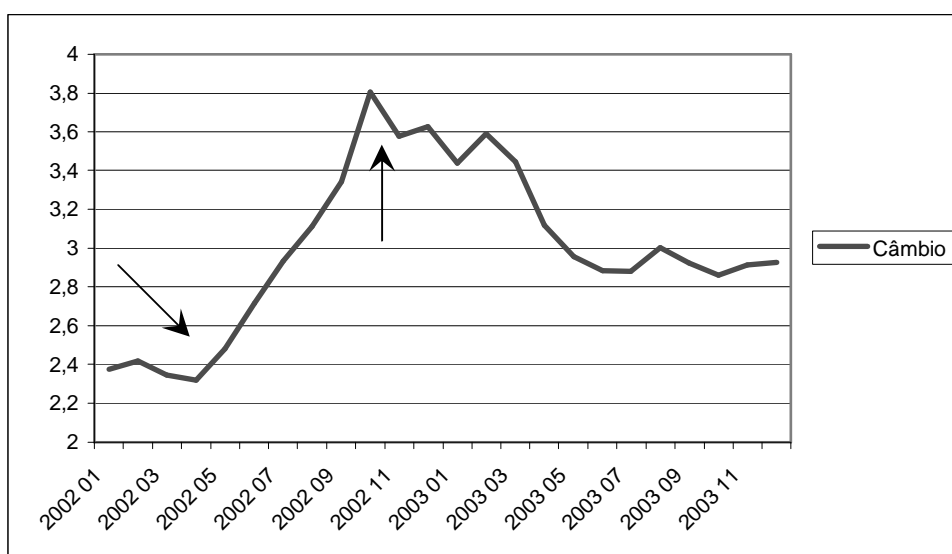


Figura 2: Taxa de Câmbio (R\$ / US\$) comercial para compra. 2002
Fonte: IPEADATA

Uma desvalorização dessa magnitude desestabiliza o sistema econômico nacional: reduz a credibilidade externa no país, afeta os termos de troca, contamina os índices de inflação, expande a dívida pública indexada, entre outros.

Nesta seção, serão analisados os dados referentes aos principais indicadores dos fundamentos econômicos do Brasil; objetiva-se com isso definir se de fato o país apresentou desequilíbrios macroeconômicos suficientes para justificar a desvalorização.

Definir quais indicadores serão os verdadeiros termômetros da posição de um país não é tarefa fácil, existindo grande polêmica na literatura atual sobre quais variáveis são de fato significativas. Para a seleção dos dados, foram utilizados como referência os trabalhos de GORETTI (2005) e TREUHERZ (2000).

Através desses artigos, foram estabelecidos os seguintes indicadores para os fundamentos macroeconômicos:

- ◇ Balança de Pagamentos;
- ◇ Reservas Internacionais;
- ◇ Dívida Líquida do Setor Público;
- ◇ Taxa de Juros;
- ◇ PIB.

A periodização dos dados foi também determinada com base nos artigos citados anteriormente. Foram definidos três subperíodos, utilizados em alguns momentos para facilitar a análise:

- ◇ “Pré-Desvalorização”: 01/1999 a 12/2001;
- ◇ “Desvalorização”: 01/2002 a 12/2002;
- ◇ “Pós-Desvalorização”: 01/2003 a 12/2005

3.1 Balança de Pagamentos

A balança de pagamentos é o registro de todas as operações de um país com o resto do mundo. A BP é composta basicamente por dois itens:

- ◇ Conta Corrente: movimentação de bens e serviços;
- ◇ Conta Capital: movimentação de moeda, créditos e serviços.

(BACEN, 2006)

A Balança de Pagamentos contém um conjunto de indicadores tanto da situação interna como externa: a conta corrente indica se o país está conseguindo obter recursos através da exportação de bens e serviço, e também se o mesmo está importando a fim de obter maior desenvolvimento interno; já a conta capital pode indicar a situação quanto à obtenção de empréstimos e variações no nível de investimento direto e em carteira, entre outros. O saldo da Balança de Pagamentos resulta em variações no nível de reservas internacionais, que será objeto de estudo na seção 4.2.

3.1.1 Análise

CONTAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Balança comercial (fob)	-1199	-698	2650	13121	24794	33641	44748
Exportação de bens	48011	55086	58223	60362	73084	96475	118308
Importação de bens	-49210	-55783	-55572	-47240	-48290	-62835	-73560
Serviços e rendas (líquido)	-25825	-25048	-27503	-23148	-23483	-25198	-34113
Serviços	-6977	-7162	-7759	-4957	-4931	-4678	-34113
Rendas	-18848	-17886	-19743	-18191	-18552	-20520	-25967
Transferências unilaterais correntes	1689	1521	1638	2390	2867	3236	3558
TRANSAÇÕES CORRENTES	-25335	-24225	-23215	-7637	4177	11679	14193
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	17319	19326	27052	8004	5111	-7523	-9593
Conta capital	338	273	-36	433	498	371	663
Conta financeira	16981	19053	27088	7571	4613	-7895	-10256
Investimento direto	26888	30498	24715	14108	9894	8339	12550
Investimento brasileiro direto	-1690	-2282	2258	-2482	-249	-9807	-2517
Investimento estrangeiro direto	28578	32779	22457	16590	10144	18146	15066
Investimentos em carteira	3802	6955	77	-5119	5308	-4750	4885
Investimento brasileiro em carteira	259	-1696	-795	-321	179	-755	-1771
Investimento estrangeiro em carteira	3542	8651	872	-4797	5129	-3996	6655
Outros investimentos	-13620	-18202	2767	-1062	-10438	-10806	-27650
Outros investimentos brasileiros	-4397	-2989	-6586	-3211	-9752	-2085	-5035
Outros investimentos estrangeiros	-9223	-15213	9353	2150	-686	-8721	-22615
ERROS E OMISSÕES	194	2637	-531	-66	-793	-1912	-280
RESULTADO DO BALANÇO	-7822	-2262	3307	302	8496	2244	4319

Quadro 1: Balança de Pagamentos, 1999 – 2005.

Fonte: BACEN

O resultado de exercício da Balança de Pagamentos é de constantes melhoras em todo o período Pré-Desvalorização, isto é, um sinal positivo frente a possível enfraquecimento de fundamentos.

A balança comercial também apresenta melhoras, ganhando posições superavitárias devido a dois aspectos: (1) a balança acompanha a desvalorização da moeda⁸ em decorrência da crise do período e; (2) existência de política de incentivo a obtenção de superávits comerciais, através tanto da expansão da pauta de exportação como do comércio com mercados não tradicionais, como China e Rússia.

O indicador negativo obtido na balança de pagamentos vem da conta financeira: retração tanto no nível de investimentos diretos como no de investimentos em carteira; apesar desse movimento ser compensado por aumentos na categoria outros investimentos

⁸ Encarecendo assim os bens e serviços importados e tornando mais baratos os exportados.

(resultantes principalmente de amortizações de crédito comercial por fornecedores de LP e CP e ingresso de recursos do FMI na categoria Empréstimos e Financiamentos de LP e CP).

Essa redução na escala do Investimentos Diretos e em Carteira iniciado em 2001 é reflexo basicamente da queda de ingresso de capital estrangeiro, figura 3, demonstrando perda de confiança do setor externo.

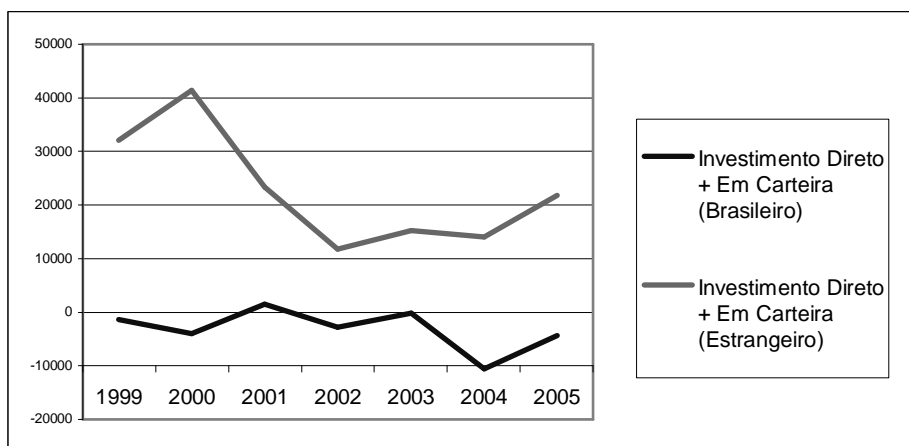


Figura 3: Investimento Brasileiro x Investimento Estrangeiro (US\$ Mi) - 1999 / 2005
Fonte: BACEN (Gráfico elaborado pelo autor)

A balança comercial, com suas constantes melhoras no pré-desvalorização, demonstra o compromisso do governo em garantir tanto a expansão do setor exportador como a importação, principalmente de bens de capital, necessária para o crescimento da capacidade produtiva no médio prazo; apesar disso, porém, na Conta Financeira é vista certa desconfiança externa sobre o futuro do país.

3.2 Reservas Internacionais

As reservas internacionais representam o estoque de ativos externos, em disposição imediata, mantido pelo BACEN. Essas são originadas através da balança de pagamentos: um superávit faz com que o BACEN, que recebe em moeda estrangeira e paga em moeda interna, aumente suas reservas; um déficit reduz as reservas uma vez que o banco as utiliza para equilibrar a saída de divisas, equilibrando a balança de pagamentos.

As reservas internacionais atuam também como um importante meio de defesa contra ataques à moeda doméstica, permitindo ao BACEN neutralizar fluxos gerados por forças especuladoras, conforme explicado na revisão sobre modelos de crise cambial de 1ª geração.

3.2.1 Análise

Conforme a figura 4, no período Pré-Desvalorização, o ano de 1999 inicia um pouco turbulento devido às mudanças no regime cambial; o nível de reservas é estabilizado através do Programa de Assistência Financeira⁹ e por captações externas do Tesouro Nacional.

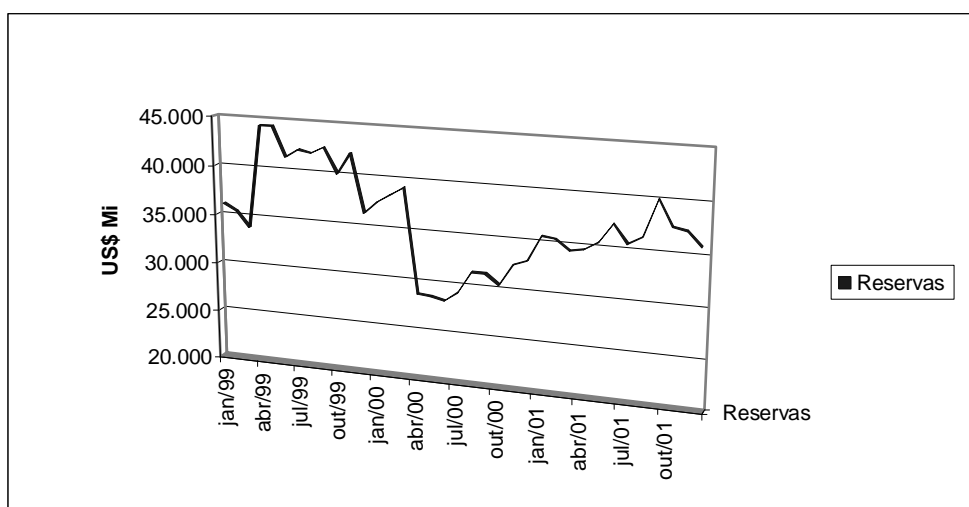


Figura 4: Reservas internacionais – Liquidez internacional (US\$ Mi) – Pré-Desvalorização
Fonte: IPEADATA.

Em 2000 ocorre uma grande flutuação nos meses de março e abril, com uma queda de aproximadamente US\$ 10 Mi, chegando ao valor acumulado de US\$ 28.721 Mi. Essa queda é referente a pagamentos de principal e juros do Programa de Assistência Financeira e da liquidação de créditos concedidos pelo BIS (Banco de Compensações Internacional) e BoJ (Banco do Japão). No período posterior já se observa a recuperação das reservas devido à compra de divisas, com recursos tanto através da venda de ADRs (*American Depositary Receipts*) como pela privatização do Banespa.

Já no ano de 2001 o nível de reservas se eleva devido a desembolsos junto a organismos internacionais como o FMI e BIRD.

Esse subperíodo apresentou nível médio de reservas de US\$ 36.239 Mi.

⁹ Programa de ajuda ao país, com participação de diversas instituições internacionais como FMI, BIRD, BID, Banco do Japão e BIS.

No ano da desvalorização, figura 5, vê-se três movimentos: (a) uma queda contínua de janeiro a março, (b) recuperação do nível de reservas no mês de junho e, (c) novo movimento de queda entre julho e novembro.

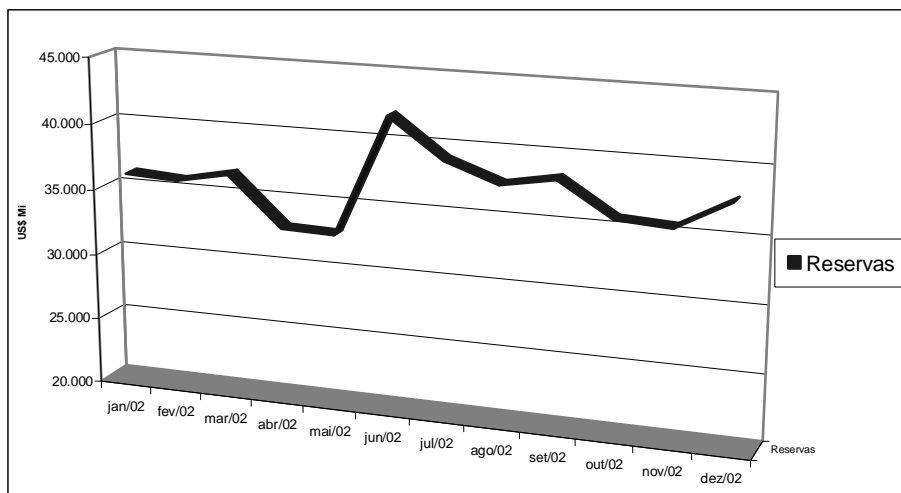


Figura 5: Reservas Internacionais - Liquidez Internacional (US\$ Mi) - Desvalorização
Fonte: IPEADATA.

As quedas são devido à redução da oferta de crédito por bancos estrangeiros e novas amortizações, de US\$8,2 Bi; a obtenção de recursos junto à instituições internacionais foi a responsável pela recuperação no meio do ano.

A média nesse subperíodo foi de US\$ 36.754 Mi.

Na fase Pós-Desvalorização, figura 6, a tendência apresentada é de contínua elevação do nível de reservas, até estabilização no patamar próximo a US\$ 50.000 Mi. O aumento é resultado de novos desembolsos de organismos internacionais e compras líquidas efetuadas pelo BACEN.

A média do subperíodo foi de US\$ 51.961 Mi.

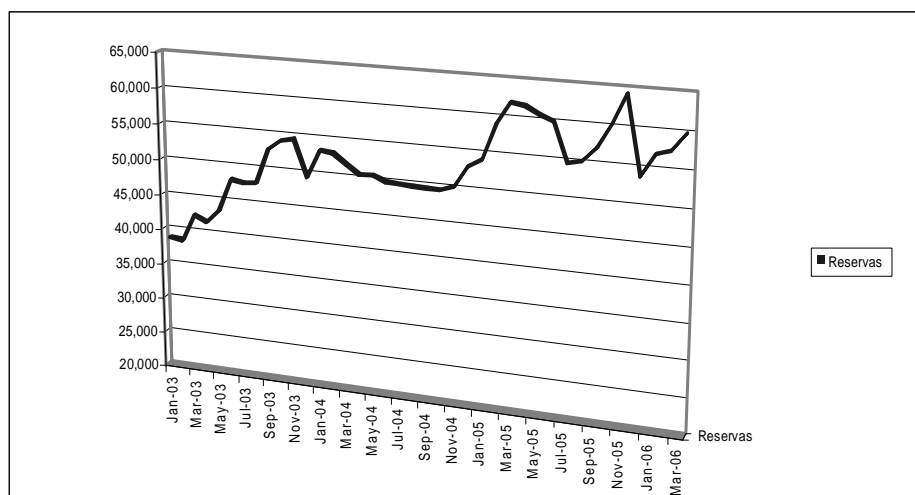


Figura 6: Reservas Internacionais - Liquidez Internacional (US\$ Mi) - Pós-Desvalorização
Fonte: IPEADATA.

A seguir, tem-se uma tabela-resumo com as médias referidas acima:

Média do nível de Reservas por subperíodo (US\$ Mi)	DESVPAD
Pré-Desvalorização	4.455
1999	3.636
2000	3.934
2001	1.551
Desvalorização	2.515
2002.1	3.320
2002.2	1.386
Pós-Desvalorização	4.575
2003.1	3.468
2003.2	3.116
2004	1.473
2005	3511

Tabela 1: Média do nível de reservas por subperíodo (US\$ Mi)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

Os resultados determinam dois pontos distintos: (1) indicam que o nível de reservas se apresentava estável no período observado; isto é, sem flutuações bruscas que pudessem ter sinalizado fragilidade do sistema econômico brasileiro; e (2) o nível de reservas no período Pós-Desvalorização se elevou, mostrando preocupação e melhora na capacidade de defesa a choques externos.

A busca por elevação nas reservas internacionais é vista como uma tendência da grande maioria dos países em desenvolvimento. BENANKE (2005) define a existência de um

Global Saving Glut, uma explosão na poupança mundial: a ocorrência sequencial de crises financeiras fez com que os países, principalmente asiáticos, buscassem alterar sua posição de tomadores de recursos para a posição de emprestadores de recursos, reduzindo sua vulnerabilidade; para essa transição, é necessária a elevação das reservas existentes.

3.3 Dívida Líquida do Setor Público

A DLSP é o resultado final entre crédito e débito dos seguintes agentes econômicos: Governos Federal, Estadual e Municipal, Previdência Social, Banco Central e Empresas Estatais (BACEN). Um crescimento da dívida líquida define uma deterioração dos fundamentos macroeconômicos e pode justificar o início de uma crise cambial; porém, a análise de seus valores absolutos não é medida suficiente: a observação da DLSP em proporção ao PIB (DLSP/PIB) serve como poderoso medidor de solvência do país.

No nosso entender, esse indicador tem um aspecto intrínseco: (1) o índice pode modificar as expectativas de investidores, sinalizando, ou não, posição de solvência; (2) as expectativas dos investidores podem, por sua vez, modificar o índice através da flutuação dos seus indexadores.

Por exemplo, um aumento na proporção DSLP/PIB pode causar pânico nos investidores, gerando uma evasão de divisas; a desvalorização resultante aumenta ainda mais a primeira proporção. A piora na proporção da dívida afeta a demanda por títulos públicos, comprometendo sua liquidez e forçando seus prazos a se reduzirem. Essa reação em cadeia se dá segundo a composição da dívida, uma vez que elevada fatia da DLSP é indexada ao câmbio.

O grau de indexação elevado é reflexo de maior demanda por proteção; em GORETTI (2004), os detentores de capitais, nos últimos anos, passaram a requerer cada vez mais garantias, uma vez que o Brasil ainda é observado como um ambiente de extrema instabilidade institucional, ou seja, um país onde as “regras do jogo” mudam constantemente.

A DLSP/PIB pode ser definida então como sinalizador capaz de iniciar uma crise cambial: as próprias expectativas dos agentes podem se materializar, manifestando-se na deterioração do índice e conseqüentemente, dos fundamentos econômicos.

3.3.1 Análise

Os principais indexadores utilizados na DLSP são: a taxa de câmbio (R\$ / US\$), com um valor médio de 36% e a taxa de juros flutuante SELIC, média de 47% ; após esses, têm-se a indexação a indicadores de inflação, responsáveis por 11%.

Acompanhando a figura 7, observa-se que durante todo o período analisado a DLSP/PIB apresentou tendência de crescimento. No momento inicial do período pré-desvalorização, em 01/1999, a porcentagem é de 50,49%; já em 12/2001, de 52,63%; a média no período é de 49,99%. Essa tendência age como um indicador negativo dos fundamentos, dando início ao acelerador intrínseco explicado anteriormente devido a seus indexadores: no período da Desvalorização, a média se eleva para 56,313%.

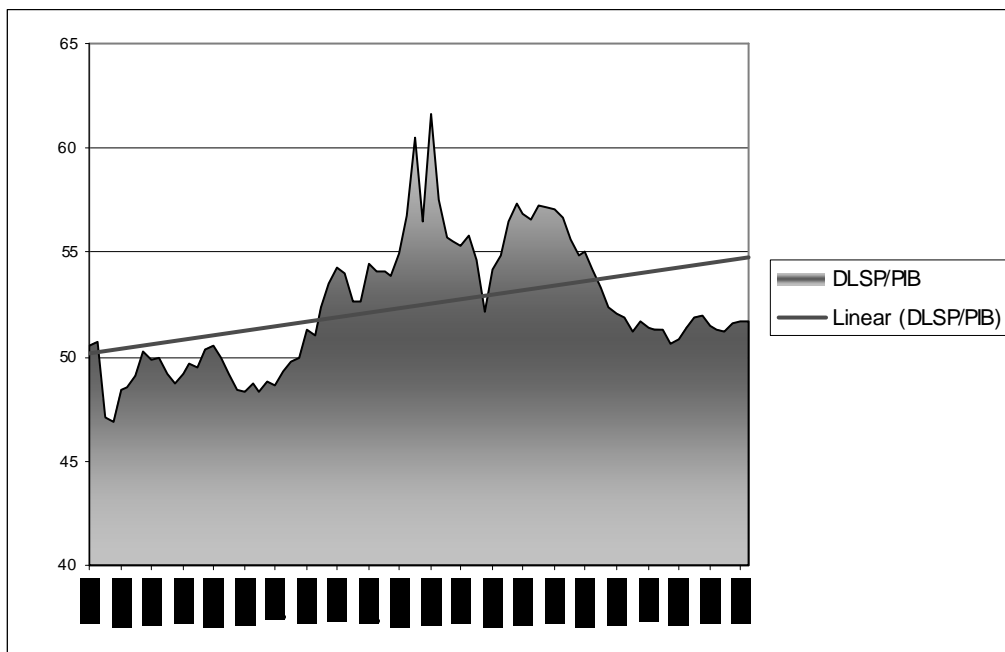


Figura 7: Proporção DLSP/PIB % - 01.1999 a 02.2006

Fonte: BACEN

Na figura 8 tem-se a evolução da composição por indexadores, no período de 2001 a 2004:

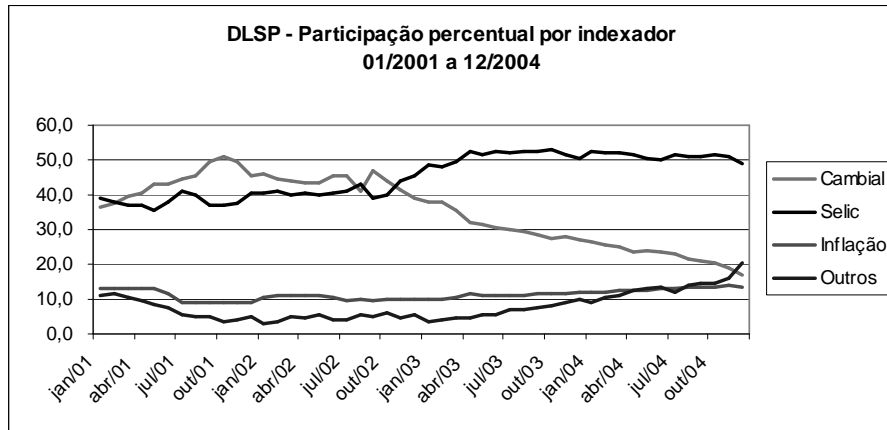


Figura 8: DLSP - Participação percentual por indexador. 01/2001 -12/2004

Fonte: BACEN. Elaborado pelo autor.

É possível ver uma tendência de substituição de indexação cambial por indexação pela SELIC; essa preferência é explicada por dois pontos distintos: pela maior estabilização da taxa de câmbio no período pós-desvalorização e pela forte política monetária contracionista do período, com altas taxas de juros para controle da inflação.

Os dados referentes a esta série sugerem que a mesma agiu sim como um indicador negativo dos fundamentos, sinalizando fragilidade. Porém em período posterior a desvalorização tem-se uma redução da relação DLSP/PIB, resultado das políticas de superávits primários e comerciais e estabilização da moeda.

3.4 Taxa de Juros

Uma taxa de juros representa o preço do empréstimo dos recursos financeiros. No Brasil, utiliza-se como base a taxa SELIC, a média diária ponderada das negociações interbancárias dos títulos públicos federais. Essa taxa é flutuante mas é balizada por uma meta, fixada em reuniões quinzenais pelo COPOM – Comitê de Política Monetária.

Uma elevação no juro-base afeta negativamente o Consumo e o Investimento (custo de empréstimo mais elevado, instrumento de controle inflacionário) e positivamente o Investimento Financeiro (remunerações mais elevadas para estes); esse efeito positivo afeta

diretamente o fluxo de capitais externos, incentivando a entrada dos mesmos no país. Uma redução nos juros gera efeitos inversos.

O controle da taxa básica de juros afeta, dessa forma, a demanda agregada, permitindo ao COPOM certo controle sobre a temperatura da economia.

A taxa de juros externa também tem um papel fundamental no fluxo de capitais: uma elevação na mesma pode gerar deslocamento de recursos em busca de maior remuneração.

3.4.1 Análise

O controle inflacionário vem sendo uma das prioridades governamentais nas duas últimas décadas; durante o primeiro governo FHC, a taxa de inflação conseguiu ser controlada através da utilização da âncora cambial. Após a má desvalorização da moeda em 1999 o governo implementa o sistema de metas inflacionárias, sendo o principal instrumento de controle, a taxa básica Selic.

De 1999 a 2005, a taxa de juros apresentou-se de forma condizente com as metas de inflação: política monetária rígida, onde o COPOM sempre buscou acompanhar a meta da SELIC de acordo com o crescimento da economia e choques externos. A tendência observada na taxa de juros real no período é de queda, conforme a figura 9 abaixo.

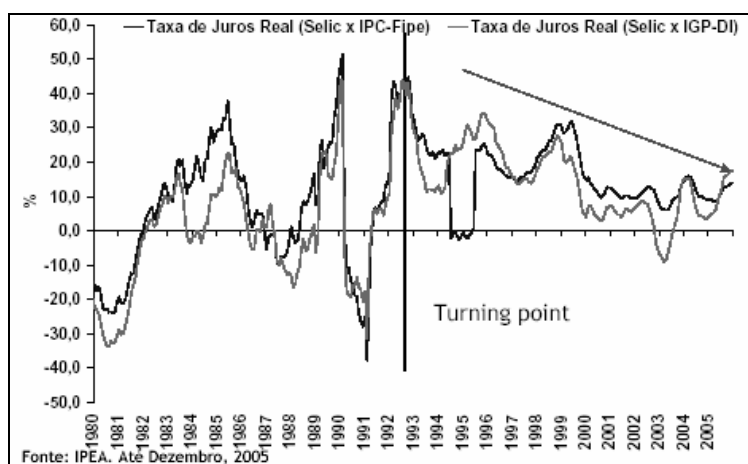


Figura 9: Taxa de Juros Real: 1980 – 2005

Fonte: IPEA

A redução nos juros reais foi conciliada com a execução de cortes nos custos de operação de oferta de crédito, permitindo uma ampliação da oferta, principalmente para o segmento de Pessoas Físicas (Fonte: BACEN). Essa expansão da linha de crédito permitiu o

aquecimento da demanda agregada do país, através da elevação da demanda por bens de consumo, principalmente duráveis.

É esperado também que essa redução nos juros possa resultar em uma redução de entrada de recursos, visto que a remuneração real de títulos no Brasil é reduzida; para confirmar isso, será feita uma análise dos juros externos, a seguir:

3.4.2 Juros Externos

Taxa de juros reais decrescentes influenciam negativamente o fluxo de capitais, uma vez que os investimentos nacionais podem se tornar menos atrativos. A Taxa de juros externa pode influenciar tanto positivamente como negativamente esse fluxo de recursos.

A taxa de juros americana Prime, deflacionada pelo IPC, atinge seu ponto máximo no início do ano 2000, e passa a se reduzir (figura 10). Esse movimento de queda permite balancear uma possível fuga de capitais devido à redução dos juros reais nacional.

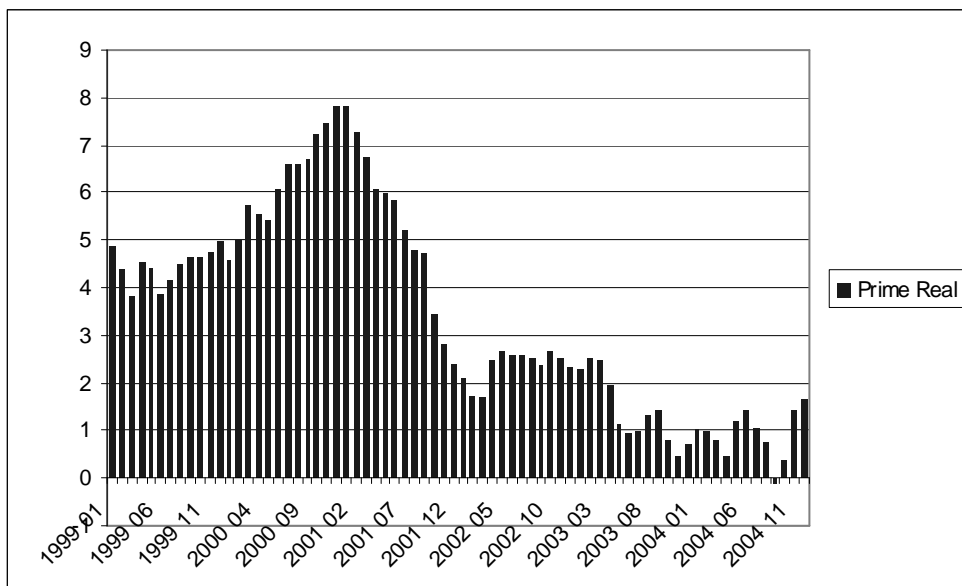


Figura 10: Taxa de Juros dos EUA – Prime Real (IPC) – 1999-2002

Fonte: IPEADATA

3.5 PIB

O Produto Interno Bruto é o somatório dos valores de todos os bens e serviços produzidos dentro dos limites geográficos de um país. O PIB funciona como um termômetro

geral da economia, mostrando seu desempenho agregado através da flutuação do produto em um determinado período.

Nos estudos sobre crises cambiais, como em TREUHERZ (2005), o PIB ocupa uma posição secundária na análise dos fundamentos econômicos. A pouca importância atribuída é devido ao PIB ser excessivamente amplo, vago; um resultado positivo ou negativo nele deve, preferencialmente, ser utilizado para reforçar os argumentos localizados em outros indicadores, e não se tornar um argumento em si.

O PIB Brasileiro apresentou crescimento em todo o período observado, passando de R\$ 1,666 trilhões, em 1999, para R\$ 1,937 trilhões em 2005, essa tendência pode ser acompanhada na figura 11:

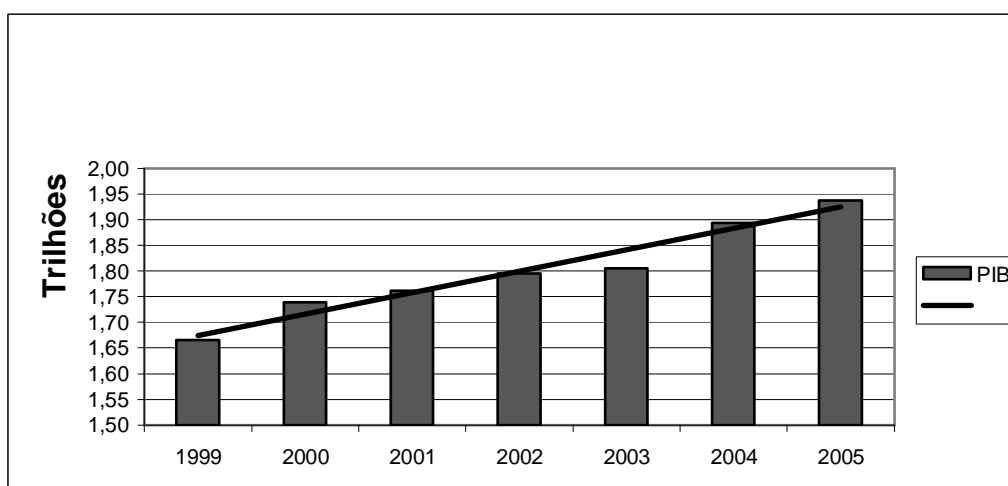


Figura 11: Evolução do PIB (em R\$ 2005); 1999 – 2005

Fonte: IPEADATA

A forma crescente e continuada de pouco acrescenta, porém, à análise; aspectos informativos à parte. No quadro 4.5.1, é comparada a evolução percentual do PIB brasileiro com a do PIB mundial.¹⁰ Isso nos permite identificar como se posiciona o crescimento do produto interno frente ao resto do mundo.

Nesse quadro pode-se notar que, em todo o período, o Brasil apresentou crescimento menor às médias mundiais; essa constante diferença serve como um indicador negativo dos fundamentos.

¹⁰ Nota: A análise do PIB, no âmbito das crises cambiais, pode se tornar mais interessante e significativa se for incluída também uma variável referente à mudança de expectativas sobre a evolução do PIB; a inexistência dessa variável neste trabalho se dá por insuficiência técnica, sendo a sua inclusão uma sugestão para futuros estudos sobre o tema.

Ano	Brasileiro	Mundial	Diferença
1999	0,79%	3,70%	-2,91%
2000	4,36%	4,80%	-0,44%
2001	1,31%	2,60%	-1,29%
2002	1,93%	3,10%	-1,17%
2003	0,54%	4,10%	-3,56%
2004	4,94%	5,30%	-0,36%
2005	2,28%	4,80%	-2,52%

Tabela 2: Variação Percentual Anual Real do PIB

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do IPEADATA.

3.6 Visão final dos indicadores

A conclusão que se pode ter sobre o período da mini crise é que alguns dos fundamentos econômicos selecionados neste trabalho transmitiram sinais negativos a respeito do país, isto é, demonstraram certa fragilidade. Esta é capaz de influenciar agentes financeiros, o capital externo, tornando assim o Real vulnerável à desvalorização.

Essa finalização é certamente parcial, ora que o instrumental utilizado neste estudo foi apenas descritivo, ficando aqui a sugestão de análise das mesmas variáveis utilizando-se de ferramentas econométricas.

Na seção a seguir, ter-se-á uma explanação sobre outros possíveis fatores da crise de 2002, na seqüência: crise de energia e crise da Argentina e fatores políticos.

Parte 4. Outros Fatores da Mini Crise de 2002

O conjunto dos fundamentos econômicos sempre foi a principal base das variáveis utilizadas no estudo de crises cambiais; com o desenvolvimento dos modelos de terceira geração uma nova onda de elementos surgiu, que muitas vezes não estão explícitos e são de difícil mensuração.

O processo eleitoral neste período é uma das peças-chave para o entendimento da desvalorização cambial ocorrida. Ele se encaixa no ranking das variáveis “intangíveis” pois não se pode medir o impacto exato deste sobre a mudança das expectativas dos agentes econômicos.

Nesse mesmo período, o Brasil sofre efeito de dois acontecimentos distintos: a crise de racionamento de energia e a crise Argentina; ambas acarretam conseqüências para o processo eleitoral e a decorrência da crise em si.

A seguir, tem-se uma leitura destes dois acontecimentos, buscando facilitar o entendimento dos atos executados pelos candidatos à eleição presidencial e a reação dos agentes.

4.1 A Crise Energética

No início de 2001, as regiões sudeste e nordeste passaram por uma séria restrição no fornecimento de energia elétrica. A falta deste recurso fundamental afeta todas as camadas: desde a indústria e o comércio até as famílias, um impacto direto na economia. O choque de oferta no setor foi ocasionado por fatores naturais, uma vez condicionado por fatores políticos-administrativos.

Os fatores naturais são resultantes da essência do sistema nacional ser baseado em energia hidrelétrica, ou seja, depende de existência de chuva para manutenção de um nível mínimo nos rios e reservatórios utilizados pelas usinas geradoras de energia.

A escassez de chuva na região sudeste e centro-oeste limitaram então a capacidade de produção de energia. Na figura 12, a queda no nível dos reservatórios nos meses iniciais de 2001 é notável:

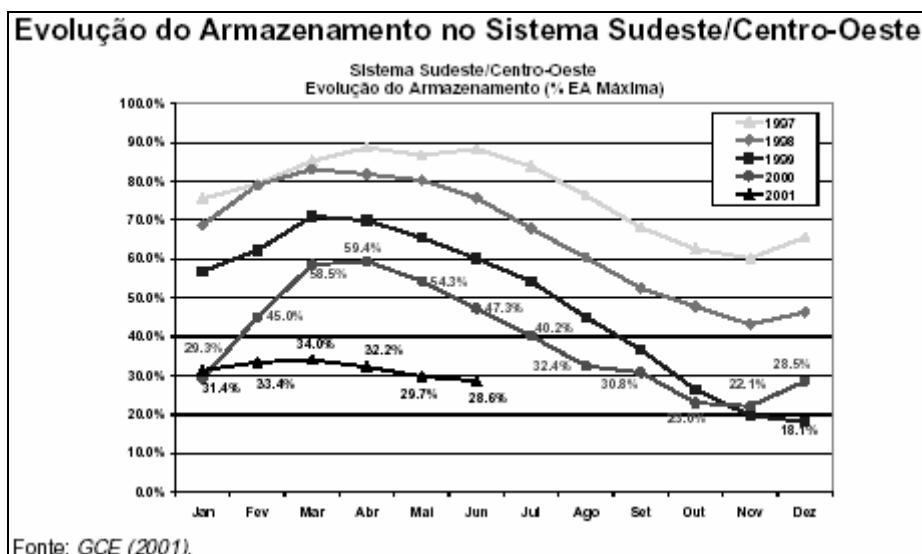


Figura 12: Evolução do Armazenamento no Sistema Sudeste / Centro-Oeste
Fonte: GCE

O índice pluviométrico insuficiente poderia ter sido compensado se houvessem sido construídos novos reservatórios e usinas em um período anterior; investimento que não ocorre devido à falha no processo de privatizações do setor nos anos 90 e existência de outras prioridades fiscais pelo governo.

A transição do modelo estatal para um semi-estatal do setor, mencionada acima, significou a passagem de uma representação estatal de quase 99% nos anos 60, para cerca de 78% no final dos anos 90 (PIRESS, GIAMBIAGI e SALES (2002)). O processo de privatização determina a busca pelo restabelecimento de eficiência no setor, que passava por dois problemas distintos:

→ *Falta de investimentos*: O estado teve por sérios problemas fiscais e se viu impossibilitado de sustentar a injeção de recursos suficientes para a expansão da rede elétrica, não acompanhando o crescimento da demanda por energia.

→ *Pouco incentivo intra-setor*: o marco regulatório presente não incentivava a busca por redução de custos, uma vez que o Estado garantia sempre uma remuneração mínima. Essa estagnação torna o sistema todo extremamente oneroso.

O problema gerado nesta transição se deu pela incapacidade de estabelecimento de um órgão superior capaz de, concretamente, elaborar planos de desenvolvimento de longo prazo do setor hidrelétrico, impossibilitando o acompanhamento do setor frente à demanda; a Eletrobrás, órgão antes responsável pela execução de planejamentos no setor, acabou perdendo importância e representatividade (PATUSCO (2001)).

A limitação no fornecimento de energia levou o governo a criar, em 29 de maio de 2001, a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica (GCE); a GCE agiu no período de um ano através de quatro planos de ação: racionamento, programa estratégico de aumento de oferta de energia elétrica, programa emergencial de aumento de oferta de energia e a revitalização do setor energético¹¹. Através desses, buscava-se tanto o remédio de curto prazo como a reestruturação do setor de forma a evitar crises futuras.

O racionamento foi a medida imediata, onde cada indivíduo definia a quantidade a ser poupada de energia; o incentivo a poupar energia era resultante de sobre taxas ou bônus, dependendo do nível consumido. Para atenuar o efeito no setor produtivo, foi criado um sistema de “quotas” de consumo; empresas que passassem da meta puderam vender as quotas, permitindo o consumo maior por parte de outras.

Tendo duração de um ano, o racionamento foi encerrado em 28 de fevereiro de 2002, mostrando-se efetivo na retração do consumo de energia, permitiu ao governo buscar as medidas de aumento de oferta de energia.

A crise de energia tem três efeitos para a desvalorização de 2002: (1) redução no nível de atividade econômica, afetando os fundamentos econômicos, observado em retração do PIB, que cresceu apenas 1,31% no período; (2) aumento do receio por agentes internacionais, aumentando a probabilidade de ocorrência de uma profecia auto-realizável e (3) transformação do discurso político dos candidatos à presidência, que a usaram como arma.

Na seção seguinte, uma revisão sobre os acontecimentos referentes à crise Argentina e seu efeito no Brasil é feita.

4.2 A Crise Argentina

A crise é representada pela intensa recessão econômica nos anos de 1998 a 2002, culminando na desvalorização da moeda e na moratória da dívida externa em 2002. Na figura 13 buscou-se condensar alguns dos fatores que condicionaram a crise na Argentina e o possível impacto desta para o Brasil.

¹¹ Ver PIRESS, GIAMBIAGI e SALES (2002).

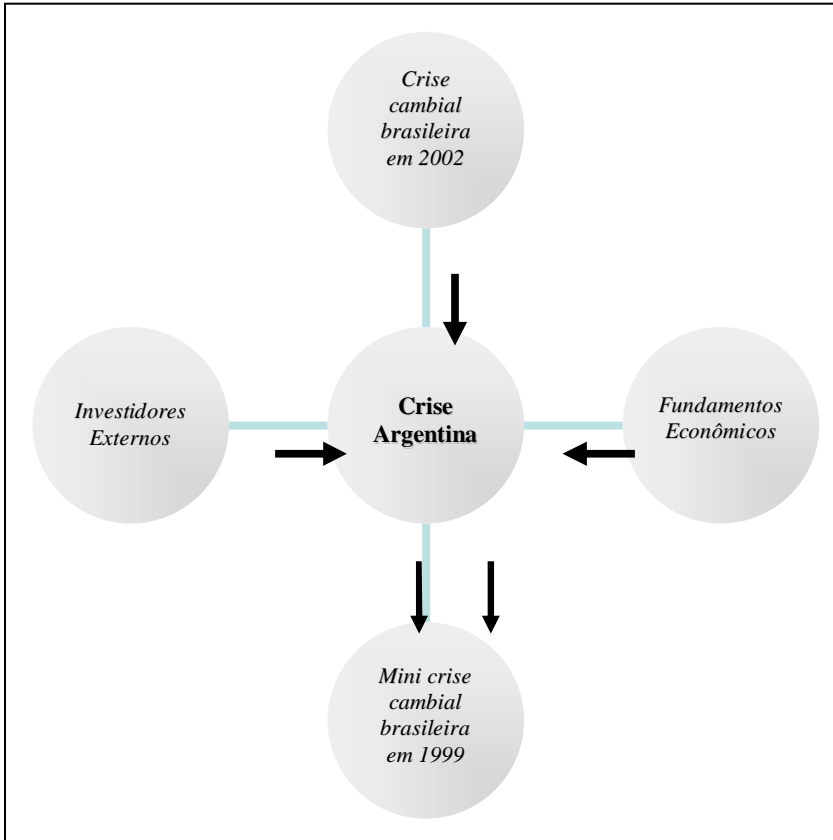


Figura 13: Crise Argentina
 Fonte: Elaborado pelo autor

- (**Fundamentos Econômicos:** A Argentina tem um histórico de inflação crônica e constantes déficits orçamentários; para superar essa fase, adotou um regime de câmbio fixo: uma paridade de 1/1 entre o Peso e o Dólar Americano.

Ao fixar o câmbio, o país abriu mão de sua política monetária, perdeu controle da taxa de juros; isso levou a Argentina a uma situação de força: a recessão somada ao aumento dos juros reais americanos, no final da década de 90, impossibilitou a execução de políticas anticíclicas através de redução dos juros.
- (**Investidores Externos:** O crescimento contínuo em meados da década de 90, com taxas médias de 5,5 % a.a, transformou o país em um paraíso para investidores; excessiva propaganda sobre a situação fez a demanda por títulos argentinos subir, acompanhada por aumento de oferta dos mesmos, elevando a dívida pública estabelecida sobre capitais voláteis, aumentando a vulnerabilidade do país a crises financeiras.

“The optimism emanating from Wall Street, combined with the heavy inflow of money, made the Argentine government comfortable issuing more and more bonds, driving its debt to levels that would ultimately prove ruinous.” (BLUSTEIN, WASHINGTON POST, 2003).

(**Crise cambial brasileira em 1999:** a desvalorização do real atinge a Argentina através, basicamente, do fluxo comercial: quando o Peso foi mantido fixo e a moeda brasileira se desvalorizou, tanto as exportações argentinas se tornaram relativamente mais caras como a indústria local se viu impossibilitada de competir com os baixos preços das importações, atrapalhando o desenvolvimento industrial interno.

A redução da coleta de impostos, resultante da queda de renda, contrai o orçamento governamental e deteriora ainda mais as condições de pagamento da dívida pública, aumentando assim a preocupação de investidores internacionais; dá-se início a uma espiral de redução de entrada de recursos, redução de renda, arrecadação e incerteza.

(**Desvalorização cambial brasileira em 2002:** aqui ocorre o efeito contrário, indicando uma relação causal *ARGENTINA* → *BRASIL*, onde a moratória da dívida externa Argentina pôde incitar dois movimentos: um efeito direto através de contágio de crise cambial/financeira, e um indireto, através de influência nos discursos conjunturais do processo eleitoral.

4.2.1 Contágio no Brasil

A existência de um efeito de contágio entre *Argentina* ↔ *Brasil* pode ser analisado pela ótica tanto de um *Spillover*, contaminação através de canais comerciais, como um *Wake Up Call*, alertando investidores externos sobre uma possível situação deteriorada similar no Brasil.

O *spillover* é resultado tanto da proximidade geográfica entre os dois países como pelo fato de serem fortes parceiros comerciais, canal fortalecido pela existência do Mercosul; Brasil e Argentina são os dois maiores países participantes do bloco. Pode-se ver na figura 14, abaixo, a contração do comércio entre Brasil e Argentina e a depreciação do saldo da

balança comercial brasileira com este país, atingindo o valor final de US\$ -2,6 Bilhões no ano de 2002.

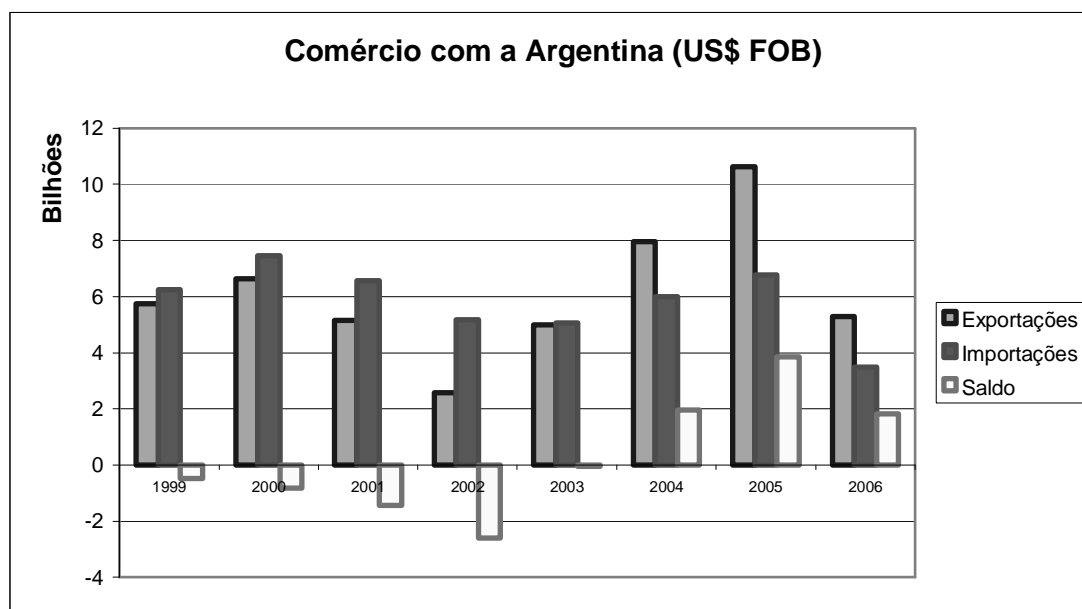


Figura 14: Comércio com a Argentina (US\$ FOB)

Fonte: ALICEWEB (Gráfico elaborado pelo autor).

Já o *Wake Up Call* pode ter ocorrido tendo em vista que ambos os países são caracterizados como países em desenvolvimento, ambos tem um passado de hiperinflação e instabilidade e ambos apresentavam fundamentos econômicos deteriorados; isso pode ter gerado um comportamento de manada entre os investidores, que resolvem fazer retirada de capital do Brasil, conforme visto na seção 3.1.

É preciso mencionar aqui que as análises sobre a existência de contágio são, geralmente, indeterminadas; os dados aqui apresentados não comprovam a existência de fato de um contágio entre Argentina e Brasil, apenas buscou-se mencionar a possível existência deste através de algumas variáveis.

KRUEGER (2002) defende um contágio limitado, hora que a crise Argentina se deu em câmera lenta; o *default* da dívida já era esperado, permitindo aos investidores reestruturarem suas carteiras em tempo.

Na figura 15, a seguir, é possível ver o período de desvalorização do Peso com a desvalorização subsequente do Real; concluir que a Argentina atuou como um fator chave para a explosão da crise brasileira é exagero, porém conforme acima, a probabilidade dela ter funcionado como um agravante para a crise brasileira é grande.



Figura 15: Risco País da Argentina e Brasil
 Fonte: GORETTI (2005).

4.3 Processo Eleitoral

Por fim, o último fator em questão no estudo: as eleições presidenciais de 2002, período onde desenrola a crise cambial. Na década de 90, o Brasil passa por um processo de reestruturação econômica, nos dois governos de FHC, 1994-2001 tem-se relativa estabilidade econômica interna e políticas de boa compatibilidade com o cenário externo.

A estabilidade alcançada é vista por agentes internacionais como passível de perturbação: a existência de incerteza é sempre existente quando é esperada uma troca de poderes, porém nesta eleição ela foi exacerbada pela rápida ascensão de popularidade de candidatos como Lula (Partido dos Trabalhadores, PT) e Ciro Gomes (Partido Popular Socialista, PPS).

O medo frente a uma possível mudança no regime político e não pagamento da dívida brasileira, o *default*, é crescente (WILLIAMSON (2002)); a razão para esse medo está enraizada no histórico dos candidatos.

Em Ciro Gomes, WILLIAMSON (2002) determina dois aspectos negativos: entrevistas onde comenta a defesa de planos de renegociação da dívida externa e constantes mudanças no posicionamento político em discursos. A seu favor, consta porém, o mandato no governo do estado do Ceará (1991-1994), onde agiu de forma responsável e coerente.

Já Lula foi líder de diversos movimentos sindicais, defendendo os interesses da classe trabalhadora do setor industrial, fundando o PT em 1980. Lula se torna extremamente popular devido ao fato ser o "retrato da realidade nacional": trabalhador de baixa renda e pouca formação educacional, tendo apenas parte do primeiro grau completo.

Os outros dois candidatos são José Serra (Partido Social Democrático Brasileiro, PSDB), candidato representante do governo vigente; o “continuismo confirmado”, considerado a melhor opção para os agentes internacionais; e Anthony Garotinho (Partido Socialista Brasileiro, PSB), ex-governador do Rio de Janeiro, um candidato com baixa expressão nacional que nunca se mostrou um concorrente real no processo eleitoral.

4.3.1 IBOPE

Os dados para análise do processo eleitoral foram as pesquisas de opinião pública do IBOPE em comparação ao câmbio. Não é possível mensurar de forma exata o impacto das eleições na flutuação do câmbio, porém fica visível a grande superioridade de aprovação pública obtida por Lula; é a partir dessa superioridade que se define a incerteza predominante no mercado cambial.

Abaixo, figura 16, segue a evolução da intenção de votos para as eleições de 2002, com Lula sempre se sustentando em primeiro lugar, disputando com José Serra e Ciro Gomes em contraste com a desvalorização cambial no mesmo período (figura 17).

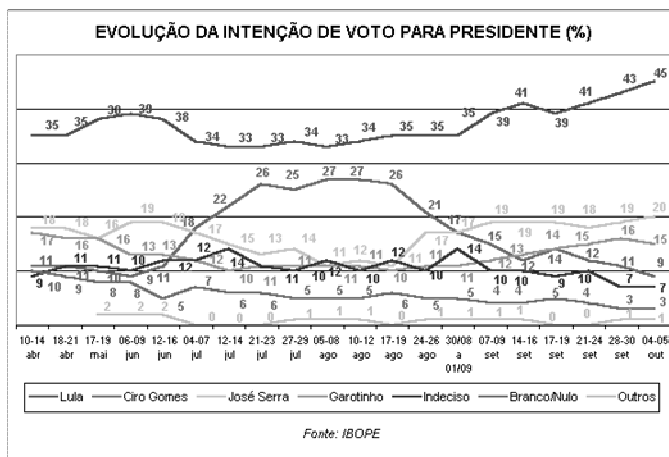


Figura 16: Evolução da Intenção de voto para presidente (%)
Fonte: IBOPE.

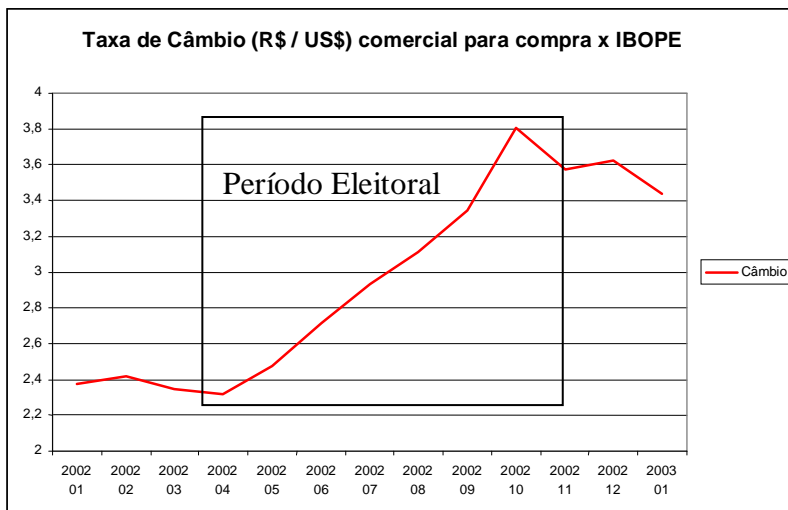


Figura 17: Taxa de câmbio (RS / US\$) comercial para compra X IBOPE
Fonte: IPEADATA

É de fácil visualização a condição deteriorante da relação cambial durante todo o período eleitoral, com início em abril, mês onde as primeiras pesquisas de popularidade do IBOPE começam a ser divulgadas.

Lula e Serra garantiram a maioria dos votos no primeiro turno, 46% e 23%, respectivamente; já Garotinho conseguiu 18% e Ciro Gomes, 12% dos votos. No Segundo turno, a vitória de Lula é garantida com a conquista de 61% dos votos, contra 39% de Serra (figuras 18 e 19).

Primeiro Turno

VOTOS VÁLIDOS PARA PRESIDENTE			
CANDIDATOS	PROGNÓSTICO IBOPE %	BOCA DE URNA IBOPE %	TRE %
Lula	50	49	46
José Serra	22	20	23
Garotinho	17	17	18
Ciro Gomes	10	13	12
Outros	1	1	1

Segundo Turno

BRASIL			
VOTOS VÁLIDOS PARA PRESIDENTE			
Data de campo	26/Out	27/Out	TSE
Número de entrevistas	2.000	52.170	
Candidatos	%	%	%
Lula	62	63	61
José Serra	38	37	39
	100	100	100

Figura 18: Votos válidos para presidente no 1º turno de 2002

Figura 19: Votos válidos para presidente no 2º turno de 2002

Fonte: IBOPE

4.3.2 O Processo Eleitoral e a preocupação frente à Lula

Esta seção serve para esboçar alguns dos acontecimentos no período das eleições e as reações dos agentes frente à expectativa de mudança de governo, o “Fator-Lula”.

O debate entre os candidatos, conforme seção anterior, foi marcado por dois choques distintos: a crise de energia e a crise Argentina; ambas tiveram o mesmo canal de transmissão: serviram de armas nos discursos políticos dos candidatos.

A crise de energia foi utilizada como um dos principais canais de ataque ao governo anterior, onde a falta de planejamento e a imprudência eram ressaltadas; a necessidade de mudança frente a esse cenário. Este ataque direto, fenômeno comum aos grupos políticos de oposição, é visto como desnecessário:

É óbvio que ninguém está satisfeito com o que está acontecendo e que certos investimentos deviam ter sido feitos antes, como foi reconhecido pelo próprio Governo, mas é preciso respeitar a matemática: se o setor elétrico tivesse recebido os recursos na magnitude desejada pelos críticos, sem qualquer compensação, hoje a dívida pública seria maior do que é, pelo financiamento dos investimentos e pelos juros incidentes sobre a nova dívida.

É possível pregar utopias e tropeçar na realidade, como acaba de ocorrer em São Paulo, onde a tarifa de ônibus aumentou mais de 20%, mas seria bom avisar como o gasto será financiado ou quais serão os cortes compensatórios. Se não, estará sendo confirmada a frase de Bismarck de que "nunca se mente tanto como antes de uma eleição ou depois de uma caçada". Atacar a responsabilidade fiscal só pode dar origem a: i) uma trajetória explosiva da dívida; ii) mais inflação; ou iii) uma ilusão. Neste último caso, porém, o eleitor que em 2002 votou em um sonho vai acordar em 2003 tendo que pagar mais impostos (GIAMBIAGI, 2001).

Já a crise Argentina foi articulada por José Serra, que fez alusão a uma possível recessão de mesmo porte no Brasil, caso a escolha feita pelos eleitores fosse a “errada”, ou seja, caso Lula fosse eleito (WILLIAMSON (2002)).

Manobras políticas estão presentes em qualquer processo eleitoral, porém a mais notória se desenvolve com Lula e o PT, onde é exaltada uma mudança de posicionamento durante o processo eleitoral: é a busca por amenização do “Fator-Lula”.

O Fator-Lula é definido aqui como a materialização da *incerteza dos mercados* sobre a economia, o efeito delas sobre algumas das variáveis macroeconômicas nacionais.

Notícias em jornais como o *Financial Times* esboçam a preocupação existente no resto do mundo:

A eleição significa que os brasileiros votaram a favor de um socialismo radical?”, questiona em uma das perguntas, cuja resposta é “não, o PT gradualmente se moveu em direção ao centro. As lideranças do partido adotaram políticas mais moderadas, tipicamente associadas às democracias sociais européias”, diz o FT. O jornal norte-americano afirma que é possível esperar algum radicalismo da administração Lula, principalmente em relação à Alça (Área De Livre Comércio das Américas), que, segundo a matéria, é vista pelo candidato petista como “uma política de anexação” que um processo de integração. E o “Financial Times” termina: “Ainda há preocupações quanto à habilidade de Lula em

resolver os duros desafios econômicos. Num contexto internacional adverso, no entanto, essa seria uma tarefa difícil para qualquer governo (DATAFOLHA, Outubro de 2002).

A incerteza pairando sobre o futuro das medidas político-econômicas é fundamentada no posicionamento adotado pelo próprio partido: este defende, num momento inicial, medidas de restrição de fluxos de capitais e renegociação da dívida externa; de acordo com o programa econômico, publicado pelo PT no final de 2001:

A abertura financeira restringiu fortemente a autonomia da política macroeconômica doméstica. A liberalização dos fluxos de capitais sujeitou a taxa de juros doméstica às regras de formação dos mercados financeiros globais. Ou seja, não é mais possível atualmente ter uma taxa de juros doméstica de curto prazo distinta daquela paga nos títulos brasileiros negociados nos mercados externos, sob pena de provocar uma maciça fuga de capitais.

A dívida externa privatizada não contará mais com os diversos mecanismos de estatização e socialização dos riscos e prejuízos. A dívida externa pública, de cerca de US\$ 90 bilhões, será objeto de um grande esforço de renegociação, no sentido de permitir um alívio nas contas públicas para acelerar os programas de investimentos e políticas sociais. A implantação de mecanismo de proteção contra a entrada de capitais especulativos será parte deste processo de superação da fragilidade externa. Somente estes resultados permitirão que o país supere a vulnerabilidade e perca a condição de refém do mercado financeiro globalizado (PT, Um Outro Brasil é Possível, 2001).

A adaptação do discurso se torna vital para controle do “pânico” causado; essa adaptação é vista em outros documentos publicados posteriormente, como a “Carta ao Povo Brasileiro” (Junho de 2002); nestes, são comentados manutenção da política de superávit primários e manutenção de contratos.

O novo modelo não poderá ser produto de decisões unilaterais do governo, tal como ocorre hoje, nem será implementado por decreto, de modo voluntarista. Será fruto de uma ampla negociação nacional, que deve conduzir a uma autêntica aliança pelo país, a um novo contrato social, capaz de assegurar o crescimento com estabilidade.

Premissa dessa transição será naturalmente o respeito aos contratos e obrigações do país (Carta ao Povo Brasileiro, pg 2; grifo nosso).

Vamos preservar o superávit primário o quanto for necessário para impedir que a dívida interna aumente e destrua a confiança na capacidade do governo de honrar seus compromissos (Ibid, pg 3).

Outra ação é o firmamento de um acordo entre o governo e o FMI em 7 de agosto de 2002, prevendo liberação de US\$ 30 Bilhões, sendo que destes, US\$ 24 Bilhões estariam disponíveis no ano de 2003, para o novo governo; esse ato busca estabelecer confiança no novo governo, é uma medida de reestabilização. Em “Nota sobre o Acordo com o FMI”, documento publicado pelo PT no dia posterior ao acordo, o partido defende o uso do FMI como meio de reduzir a turbulência do mercado financeiro; defende também maior prudência no uso de reservas internacionais, busca por expansão do setor exportador, meios de melhorar a relação dívida-PIB.

A transformação do discurso é notável, surge uma posição definitivamente mais moderada e aceita pelo mercado financeiro; uma pequena nota no jornal Data Folha, em 28 de

outubro de 2002, mostra a posição de David Roberts, economista do *Bank of América Securities*:

Foi o receito de que uma administração petista conduza o país à moratória que levou os preços dos ativos brasileiros a desabarem. Na última semana, entretanto, o coração financeiro do mundo decidiu conceder ao Brasil o benefício da dívida e as cotações experimentaram uma ligeira melhora. *Wall Street* espera para ver se o Lula que vai tomar posse é a pessoa moderada e com visão de futuro que apareceu na campanha ou se ele voltará à sua essência esquerdista”, diz David Roberts, economista internacional sênior da Bank Of América Securities (DATAFOLHA, Outubro de 2002).

4.3.3 Comprovação Empírica do Fator-Lula: o Risco País

Criado pelo banco de investimentos americano J.P. Morgan, o Risco País¹² é um indicador do grau do perigo que um sistema econômico oferece para os investimentos externos, servindo como um balizador da relação entre o processo eleitoral e a desvalorização cambial.

Através dele, determina-se uma taxa sobre a remuneração dos títulos de bônus do tesouro dos Estados Unidos, funcionando como um termômetro do risco existente no país: cada 100 pontos acumulados significam uma sobretaxa de 1% sobre os bônus americanos, visando remunerar o risco existente.

Comparando o EMBI a evolução do câmbio (figuras 20 e 21), podem-se ver três momentos que evidenciam certa correlação entre as duas variáveis: início de 1999, meses finais de 2001 e o período eleitoral de 2002. Na figura 20, vê-se a explosão do risco brasileiro no ano de 2002 em comparação ao risco global. Essa escalada do risco atinge seu pico em 27 de setembro de 2002, com 2.443 pontos, representando uma sobretaxa avaliada em 24,43% sobre os títulos americanos.

¹² Ou EMBI, *Emerging Markets Bond Index*.

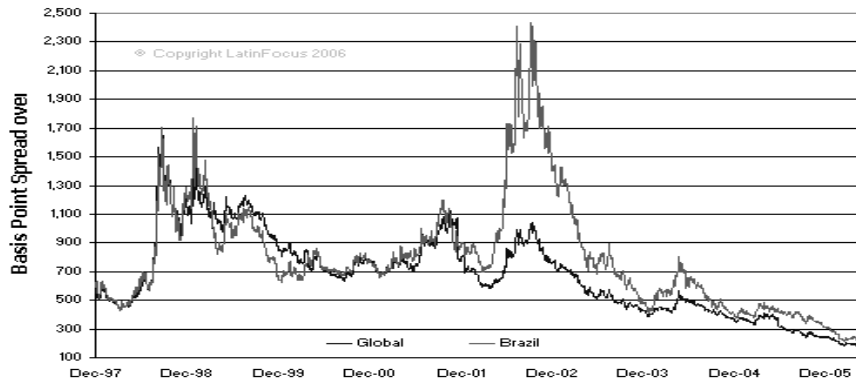


Figura 20: EMBI Spread Brazil vs. Global, 1998 – 2005

Fonte: J.P. Morgan. Elaborado por: LatinFocus.

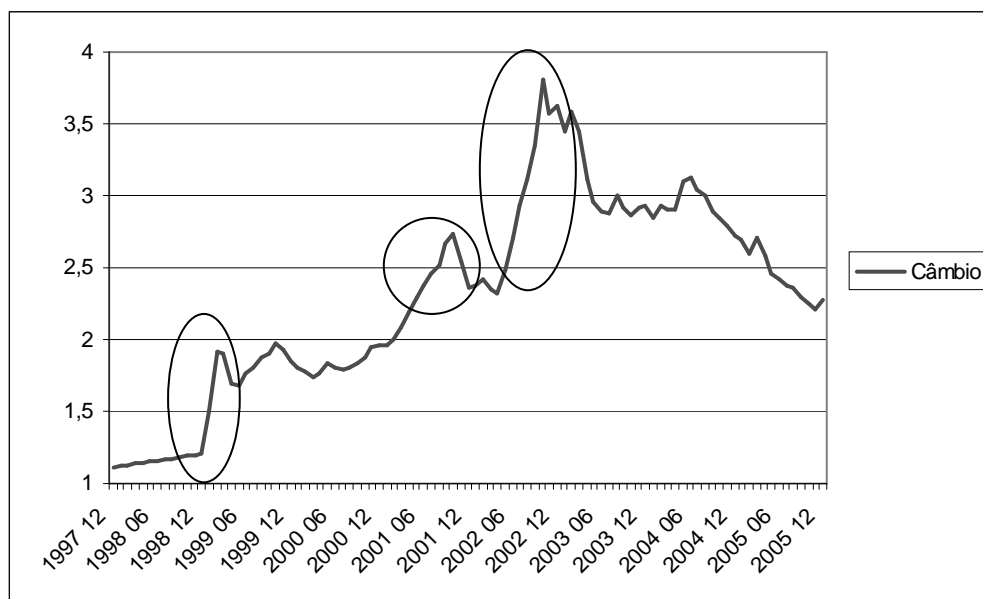


Figura 21: Taxa de Câmbio (US\$) comercial para compra x Risco País

Fonte: IPEADATA

Nos dados anuais referentes ao Risco País (Figura 22), tem-se uma média de 751 pontos na pré-desvalorização, a explosão no período da mini crise e uma retração no período posterior; demonstrando uma faceta passageira da desconfiança externa, concentrada no período eleitoral. Analistas da *Global Invest*, respeitada empresa de análise de risco, assimilam também a queda do risco país no período subsequente aos seguintes fatores: redução da dívida atrelada à moeda externa, saldo positivo em transações correntes e política fiscal e monetária contracionista.

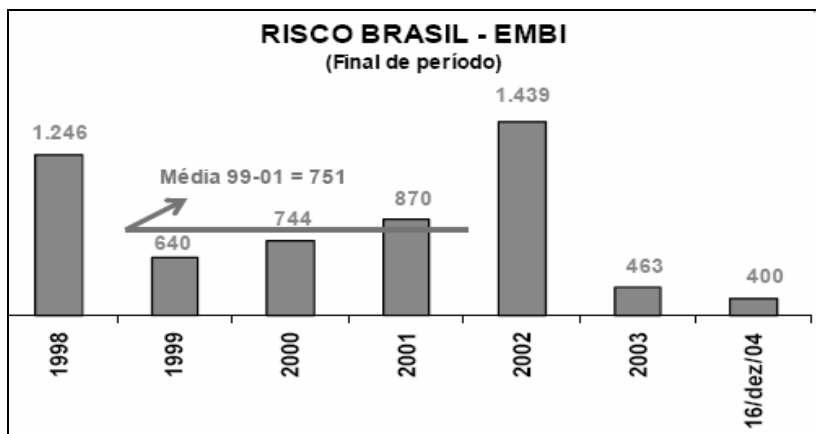


Figura 22: Risco Brasil (Final de período)
 Fonte: J.P. Morgan. Elaboração: GRC Visão.

4.4 Síntese

A liderança de Lula durante todo o processo eleitoral, conforme indicado pelas pesquisas do IBOPE, foi capaz de afetar a decisão dos investidores externos acerca do país; essa perspectiva negativista foi demonstrada aqui na forma de enxertos de notícias e de documentos oficiais e materializada através da elevada pontuação atingida pelo risco país no período.

Lula passou então a adotar um posicionamento mais neutro. Esse comportamento é visto por WILLIAMSON (2002) como sendo um ponto comum em quase qualquer governo, uma vez visto tanto a necessidade de obtenção de mais votos no período eleitoral como na execução efetiva de qualquer medida durante o mandato. Declarações de que nenhum dos contratos e obrigações previamente definidos seriam violados demonstram essa mudança de posicionamento.

A mutação do futuro presidente para uma posição mais moderada garantiu a reestituição de confiança do mercado, conforme mostrado na redução posterior dos índices de risco país.

Parte 5. Conclusão

Este trabalho buscou definir os principais fatores condicionantes da desvalorização do Real nas eleições presidenciais de 2002, relacionando-os com os modelos de crises cambiais existentes.

A crise cambial de 2002 é comumente atrelada apenas ao pânico financeiro gerado pela eleição presidencial; foram através dos trabalhos de GORETTI (2002) e WILLIAMSON (2002) que outros fatores começaram também a ser relacionados.

O estudo foi dividido em 3 seções; uma revisão das teorias de crise cambial, a análise dos fundamentos macroeconômicos e por fim, a observação de alguns fatores que não se encaixam diretamente sob os fundamentos macroeconômicos.

Entre as variáveis macroeconômicas, é possível ver movimentos condicionantes indicados na: (1) balança de pagamentos, com a queda do investimento direto e em carteira estrangeiro logo no período anterior a crise, demonstrando retração de confiança externa no país; a (2) dívida líquida do setor público agindo de forma negativa tanto devido à constante deterioração da relação dívida/pib como pela ação do acelerador intrínseco devido à indexação da dívida ao câmbio.

Outros sinalizadores também são encontrados na (3) taxa de juro nacional decrescente, que reduz o grau de atratividade para os recursos internacionais, movimento compensando pela também queda na taxa de juros norte americana; e por fim o (d) PIB que, apesar de mostrar crescimento nominal constante, ao ser confrontado com a média mundial, apresenta resultados negativos.

São vistos neste conjunto de variáveis tanto elementos contidos nos modelos de primeira geração de crise, representados pelos diversos indicadores fragilizados citados acima, como nos de segunda geração, através do aspecto de possível auto-realização da desvalorização cambial, onde os agentes internacionais tiveram participação utilizando-se do acelerador intrínseco existente na DLSP.

No bloco posterior deste estudo foram abordados três outros fatores distintos. O primeiro sendo a ocorrência da crise de fornecimento de energia em 2001, que levou o país a um estado de racionamento e afetou tanto a capacidade produtiva propriamente dita como a perspectiva de investidores frente a possíveis choques similares no futuro.

O segundo fator a ser abordado é a crise Argentina, que eclode também em 2001; através desta, o Brasil pode ter sido afetado diretamente por contágio tanto devido a um

Spillover, resultado do contato comercial, como pela execução de um *Wake Up Call*, efeito que alerta os agentes sobre uma possível situação similar no Brasil. Estes efeitos de contágio são característica dos modelos de terceira geração de crise e são de difícil comprovação empírica, pairando aqui ainda a dúvida sobre a existência efetiva destes efeitos.

O processo eleitoral representa o último fator do estudo, período onde ocorre a brusca desvalorização do Real; este se mostrou capaz de afetar em grande montante o mercado financeiro internacional, avaliado através da grande elevação do Risco País, tendo efeito direto sobre a flutuação cambial. Efeitos resultantes de aspectos políticos, similar ao ocorrido no país, foram agregados por SAQIB (2002) aos modelos de terceira geração.

É possível concluir neste estudo que o caso brasileiro, a desvalorização de 2002, permite a utilização de premissas de todas as três gerações existentes de modelos de crise; a mini crise apresentou tanto uma certa fragilidade de fundamentos econômicos, como aspectos de profecias auto-realizáveis, efeitos de contágio e fatores políticos.

O assunto do presente estudo pode voltar a ser alvo de discussão, recomendando-se a inclusão de variáveis socioeconômicas como o desemprego, observação de expectativas dos agentes econômicos e, principalmente, a introdução de ferramentas e técnicas econométricas, permitindo a melhor mensuração do efeito das variáveis observadas.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, Christiane R; PORTUGAL, Marcelo S. **Pass-through from exchange rate to prices in Brazil: An Analysis using time-varying parameters for the 1980 – 2002 period.** Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2004.

ALVES JR, Antonio José; FERRARI, Fernando Filho; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues. **Crise Cambial, Instabilidade Financeira e Reforma do Sistema Monetário Internacional: Uma abordagem pós keynesiana.**

BACEN. **Relatório Anual 1999-2005.** Volumes 35-41. Banco Central do Brasil, Departamento Econômico.

BENANKE, Bem S. **The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit.** Federal Reserve Board. April 14, 2005.

BLUSTEIN, Paul. Argentina Didn't Fall on Its Own: Wall Street Pushed Debt till the Last. **WASHINGTON POST**, 3 de agosto, 2003. Disponível em <<http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/articles/A15438-2003Aug2.html/>>. Acesso em 03 julho 2006.

CURADO, Marcelo. CANUTO, Otaviano. **Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina.** Economia e Sociedade, Campinas. Junho, 2001.

DATA FOLHA. **Especial Eleições 2002.** Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/especial/2002/eleicoes/>>. Acesso em: 24 julho 2006.

FLOOD, Robert P. MARION, Nancy P. **Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prophecies.** National Bureau Of Economic Research, Working Paper No. 5789, out. 1996.

GIAMBIAGI, Fabio. **Crise de Energia e Política Econômica: pingos nos is.** Valor Econômico, 18 de julho de 2001.

GLOBAL INVEST. **Especial Risco País.** Disponível em: <http://www.globalinvest.com.br/relatorios/EMBI_161204.pdf#search='Risco%20Pa%C3%ADs%20Brasil%202002'>. Acesso em: 27 junho 2006.

GORETTI, Manuela. **The Brazilian Currency Turmoil of 2002: A Nonlinear Analysis.** University of Warwick. 2005.

JEANNE, Olivier. **Currency Crises: A perspective on recent theoretical developments.** Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 2170, jun. 1999.

KRUEGER, A. **Economic Outlook for the Americas, IMF Speech to the Council of the Americas.** U. S. State Department, Washington DC. 2002.

KRUGMAN, Paul. **A model of balance of payment crises.** Journal of Money, Credit and Banking. 1979.

KRZAR, Ivo. **Currency Crisis: Theory and Practice with Application to Croatia.** Croatian National Bank, Working Paper No. 12, ago. 2004.

LATIN FOCUS. **Economic Indicators for Brazil.** Disponível em <<http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/brazil/brazil.htm/>> Acesso em: 27 junho 2006.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **O Brasil virando onça.** Secretaria do Tesouro Nacional, Jan. 2006.

MIRANDA, Mauro Costa. **Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil.** Universidade de Brasília, Texto para Discussão No. 266, dez. 2002.

PATUSCO, João Antonio Moreira. A crise de energia elétrica - Causas e Soluções. **ECONOMIA & ENERGIA**, no 26, 2001. Disponível em <http://ecen.com/eee26/cris_sol.htm/> Acesso em: 03 julho 2006.

PIRES, José Cláudio Linhares; GIAMBIAGI, Fabio; SALES, André Franco. As Perspectivas do Setor Elétrico após o racionamento. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, Vol 9, N. 18. Dez. 2002.

SAQIB, Omar F. **Interpreting Currency Crisis: A Review of Theory, Evidence, and Issues.** German Institute for Economic Research, Discussion Paper No. 303, out. 2002.

SEN, Partha. **Non-Uniqueness in the first generation balance of payment crisis models.** Dhelli School Of Economics.

SILVA, Luiz Inácio Lula da. **Carta Ao Povo Brasileiro.** São Paulo. 22 de junho de 2002.

TREUHERZ, Rolf Mario. **The Crisis Manual for Emerging Countries.** FABRIZIO Pùblications, Canada. 2000.

WILLIAMSON, John. **Is Brazil Next?** International Economics: Policy Briefs. Number PB 02-7. Ago 2002.