

## **Nova natureza das crises cambiais no Brasil? Uma abordagem exploratória**

Victor Leonardo de Araujo – Professor e Chefe do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense e Coordenador do Núcleo de Estudos em Economia e Sociedade Brasileira (NEB)

Cinthia Rodrigues de Oliveira – Professora do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense, Pós-Doutoranda no Programa de Pós-Graduação em Economia da UFF e Pesquisadora do Núcleo de Estudos em Economia e Sociedade Brasileira (NEB)

### **Resumo**

Até o início do século XXI, o Brasil enfrentava crises cambiais devido a déficits na balança comercial e condições desfavoráveis de financiamento externo. No início dos anos 2000, foram executadas políticas agressivas de acúmulo de reservas internacionais e, a partir de 2007, o Brasil tornou-se credor em moeda estrangeira. Esta nova circunstância parecia sentenciar que as crises cambiais tornariam-se algo do passado. Entretanto, a economia brasileira continuou a registrar episódios de depreciações cambiais rápidas e acentuadas marcantes, como em 2008, 2015 e 2020, levando à hipótese de que ocorreu uma mudança na natureza das crises cambiais desde os anos 2000. Argumenta-se que, apesar do elevado estoque de reservas internacionais, a economia brasileira permanece vulnerável a episódios de depreciação cambial rápida e acentuada, alguns dos quais se configuram como crises cambiais. Entretanto, a natureza dessas crises mudou ao longo do tempo, com os investidores agora buscando refúgio em moedas de maior qualidade, seguindo a lógica da hierarquia internacional de moedas.

**Palavras-chave:** Crises cambiais; Fuga para a qualidade; Brasil.

### **Abstract**

Until the beginning of the 21st century, Brazil faced currency crises due to deficits in the trade balance and unfavorable conditions of external financing. In the early 2000s, aggressive policies of accumulating international reserves were implemented, and as of 2007, Brazil became a creditor in foreign currency. This new circumstance seemed to imply that currency crises would become a thing of the past. However, the Brazilian economy continued to experience significant episodes of rapid and pronounced currency depreciation, such as those in 2008, 2015, and 2020, leading to the hypothesis that there has been a change in the nature of currency crises since the 2000s. It is argued that, despite the high stock of international reserves, the Brazilian economy remains vulnerable to episodes of rapid and pronounced currency depreciation, some of which manifest as currency crises. Nevertheless, the nature of these crises has changed over time, with investors now seeking refuge in currencies of higher quality, following the logic of the international currency hierarchy.

**Keywords:** Currency crises; Flight to quality; Brazil.

## **1. Introdução**

Crises cambiais e outros episódios de desvalorizações cambiais rápidas e acentuadas são recorrentes na história econômica brasileira. Até a passagem do século XX para o XXI, as crises cambiais no Brasil eram comuns e causadas pela combinação entre déficit em transações correntes e

condições adversas de financiamento externo, seja por contração da liquidez internacional, seja por aversão ao risco por parte dos credores ou investidores externos. Os resultados eram similares: aumento da inflação, crises de endividamento externo público e privado, e implementação de políticas macroeconômicas voltadas para reduzir as taxas de crescimento do produto e da renda com o intuito de reduzir as importações e conter a crise. Em alguns casos, *default* da dívida externa e a necessidade de sua renegociação.

No início do século XXI, foram executadas políticas agressivas de acúmulo de reservas internacionais durante os governos Lula da Silva e Dilma Rousseff, que resultaram em níveis recordes de reservas. Esta nova circunstância parecia sentenciar que as crises cambiais seriam coisa do passado. Entretanto, a economia brasileira continuou a registrar episódios de depreciações cambiais rápidas e acentuadas marcantes: depois da crise financeira internacional, quando a taxa de câmbio Real/dólar foi desvalorizada em 43% entre agosto de 2008 e março de 2009; durante a crise política e econômica do segundo governo Dilma, quando o Real se depreciou face ao dólar em 53% entre janeiro de 2015 e janeiro de 2016; e depois da decretação do caráter pandêmico da covid-19 pela Organização Mundial de Saúde, quando a depreciação cambial foi de 30% entre fevereiro e maio de 2020. Além disso, a economia brasileira também registra casos de desvalorizações persistentes da taxa de câmbio em alguns períodos históricos. São situações causadas inicialmente por interrupção do financiamento externo, mas cuja normalização tardou a ocorrer, impondo sucessivas e recorrentes desvalorizações cambiais e uma demora em estabilizar a taxa de câmbio.

Este trabalho defende que, mesmo após o acúmulo de reservas internacionais, a economia brasileira continua submetida a episódios de depreciações cambiais rápidas e acentuadas, alguns deles caracterizando crises cambiais, mas cuja natureza passa a ser distinta das do passado, passando a prevalecer a fuga para a qualidade por parte dos investidores, sob a lógica da hierarquia internacional de moedas.

Este trabalho está organizado como se segue. Na segunda seção, discutiremos o quadro conceitual e teórico das crises cambiais, mas ressaltando que nem todos os episódios de desvalorizações ou depreciações rápidas e acentuadas se enquadram nos casos típicos de crises cambiais. Inicialmente, resgataremos a descrição das crises cambiais como decorrentes de episódios de parada súbita de financiamento externo dos déficits em transações correntes. Entre as causas, destacaremos aqui a hipótese da tendência à deterioração dos termos de troca formulada no âmbito da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL), a caracterização das crises cambiais a partir da passagem dos regimes de câmbio fixo para flutuante, e as abordagens construídas a partir do conceito de vulnerabilidade externa. Em seguida, ainda como parte do quadro conceitual e teórico, apresentaremos a abordagem da hierarquia internacional das moedas.

A partir desta descrição, na terceira seção apresentaremos os fatos estilizados das crises cambiais e demais episódios de desvalorização cambiais rápidas e acentuadas entre 1890 e 2022. A partir desses fatos estilizados, faremos a seguinte periodização para a economia brasileira. Entre 1890 e 1952, temos a ocorrência de crises cambiais no sentido clássico do termo, a maioria provocada por episódios de parada súbita de financiamento externo – e será objeto da seção 4 deste artigo. Como depois de 1929 as condições de liquidez internacional só se normalizaram no início dos anos 1970, o período que vai de 1953 até 1970 coincide com um longo período de desvalorizações recorrentes da taxa de câmbio, alternando as bruscas com as menos intensas, mas configurando descontrole da sua trajetória até a estabilização cambial no final do período. Este período será discutido na seção cinco. A retomada da liquidez internacional após o final da década de 1960, associada ao mercado de euromoedas, e posteriormente aos “petrodólares”, não significou para o Brasil um período de estabilidade cambial. Ao contrário, a taxa de câmbio volta a se desvalorizar de forma persistente. Após o aumento da taxa de juros estadunidense desde 1979 e a moratória mexicana em 1982, ocorre um novo episódio de parada súbita, seguido de um prolongado período de desvalorizações persistentes da taxa de câmbio, que só volta a se estabilizar após a renegociação da dívida externa e do Plano Real, em 1994. O período compreendido entre 1971 e 1994 será analisado na seção seis. Na seção sete, é discutido o período compreendido entre 1995 e 2002, com o retorno das crises cambiais por parada súbita. Na seção oito, discutimos as desvalorizações de 2008, 2015 e 2020, já após a ocorrência de uma condição estruturalmente inédita no Brasil: o acúmulo de estoques muito elevados de reservas internacionais. Na seção nove, faremos as considerações finais.

## **2. Quadro teórico conceitual**

Nosso ponto de partida consiste em uma observação curiosa: a literatura econômica não possui uma definição clara para crises cambiais. Nos modelos teóricos de macroeconomia, a caracterização das crises cambiais costuma considerar a desvalorização cambial intensa e contida em curto espaço de tempo, assumindo-se como referência alguma taxa de câmbio de “equilíbrio”, que tanto pode ser a taxa compatível com o equilíbrio da balança comercial<sup>1</sup> ou da balança de transações correntes,<sup>2</sup> ou ainda, em uma definição ainda mais vaga, compatível com os “fundamentos macroeconômicos”.<sup>3</sup> Em particular, também nos modelos teóricos, é bastante difundida a caracterização de crise cambial como um processo decorrente da transição de regimes de taxa de câmbio fixo para flutuante após ataques especulativos. Em geral, tais ataques especulativos são desencadeados pela desconfiança generalizada entre os atores que operam no mercado de câmbio de que a autoridade monetária (e cambial) é incapaz

---

<sup>1</sup> Este tipo de abordagem pode ser facilmente encontrada em livros-texto de Macroeconomia, como em Mankiw (1998).

<sup>2</sup> Ver, por exemplo, Bresser-Pereira (2009).

<sup>3</sup> Araujo e Leite (2009) não só utilizam esta abordagem, como também apresentam uma exaustiva compilação das variáveis que normalmente compõem os tais fundamentos, resenhando a literatura econômica existente.

de sustentar as taxas de câmbio fixas se o estoque de reservas internacionais for muito pequeno face aos compromissos a saldar em moeda estrangeira no curto prazo. Embora o estoque de reservas exerça centralidade nesta abordagem, os fluxos de capitais também são importantes: sob um ataque especulativo, as reservas se tornam insuficientes em razão da incapacidade dos novos fluxos de divisas – por meio de exportações, empréstimos externos ou investimentos estrangeiros (direto ou em carteira) – em cobrir os pagamentos em moeda estrangeira, forçando a autoridade monetária a utilizar as reservas internacionais para essas finalidades até o momento em que decide desvalorizar a taxa de câmbio, ou mesmo deixá-la flutuar. Este tipo de abordagem é sumarizado, por exemplo, em Miranda (2006).

Todavia, esta modelagem não alcança as características de uma economia que a levam aos desequilíbrios de balanço de pagamentos que esgotam as reservas e provocam as crises cambiais. Raúl Prebisch foi um dos pioneiros em apontar essas características. Sua hipótese da tendência à deterioração dos termos de troca (PREBISCH, 2000) não constitui propriamente um esforço em teorizar as crises cambiais. Sua crítica inicial foi à teoria das vantagens comparativas, seguida de uma defesa da industrialização como forma de proporcionar transformações na estrutura produtiva capazes de romper uma lógica que impunha uma dinâmica econômica aos solavancos. Entretanto, lá estão descritas as características que levam às crises cambiais periódicas na periferia do capitalismo.

A periferia, caracterizada por ser produtora e exportadora de produtos primários em decorrência da sua estrutura produtiva ser pouco diversificada, não conseguia captar, na forma de preços mais baixos, o progresso técnico ocorrido nos países centrais, cuja estrutura produtiva é diversificada e exportadora de produtos manufaturados: durante a fase da contração cíclica da economia mundial, os preços dos produtos primários caem mais do que os preços dos produtos industrializados, e a queda dos preços dos primeiros é mais intensa do que a sua recuperação durante a fase da ascensão cíclica. Além disso, como a elasticidade-renda dos produtos primários é menor do que a elasticidade-renda dos produtos industrializados,<sup>4</sup> as economias periféricas tendem a registrar taxas de crescimento do PIB mais baixas, o que impede a convergência do PIB per capita dessas economias aos padrões dos países industrializados. Com efeito, diante de uma estrutura diversificada da demanda doméstica face a uma estrutura de oferta mais rígida e pouco diversificada, as economias agroexportadoras operam com elevado coeficiente de importações, com uma tendência estrutural a déficits comerciais, salvo nas circunstâncias de elevada demanda externa por produtos primários conjugada por elevações nesses preços.

Todavia, as importações não constituem os únicos pagamentos a ser feitos com moeda estrangeira. Em geral, as economias agroexportadoras são endividadas em moeda estrangeira, e com

---

<sup>4</sup> Rodríguez (2009) discute as distintas formulações para a tese da deterioração dos termos de troca, bem como faz a sua defesa após resenhar o debate que crítica a sua validade.

forte presença de empresas estrangeiras. São, portanto, economias que têm déficits na conta de rendas porque remetem lucro para o exterior e pagam juros da dívida externa. Com efeito, os déficits em transações correntes são também recorrentes nessas economias. O financiamento desses déficits depende das condições de liquidez internacional vigentes – notadamente, taxas de juros internacionais baixas e elevado apetite dos investidores em adquirir ativos (financeiros ou de capital) em moeda não conversível. Portanto, as condições de financiamento externo fogem ao controle da política econômica das economias agroexportadoras. Há uma assimetria entre a fase expansiva do ciclo econômico mundial e a fase de descenso. Na primeira, cresce a demanda por *commodities* e seus preços sobem, elevando os superávits comerciais (ou reduzindo os déficits) e também melhorando o saldo em transações correntes. Ao mesmo tempo, aumenta o apetite dos investidores em adquirir ativos denominados em moeda periférica, e com isso aumentam também os fluxos de capitais para as economias agroexportadoras. Suas moedas se apreciam, o que contribui para o controle inflacionário, determinando um ciclo econômico virtuoso. Por outro lado, na fase de descenso cíclico, cai a demanda internacional por *commodities* e seus preços caem, gerando déficits comerciais e em transações correntes, ao mesmo tempo em que reduzem os fluxos de capitais para as economias agroexportadoras (em muitos casos, há fuga), desvalorizando o câmbio (e muitos casos, provocando crises cambiais) e crise econômica. Furtado (2006) foi um dos primeiros a identificar esta assimetria, chamando-a de “dupla bonança” e “dupla penúria”.

As relações descritas acima são bem sistematizadas por meio do conceito de vulnerabilidade externa, que do ponto de vista analítico dá novos contornos e possibilidades ao debate. O conceito se refere à (baixa) capacidade de uma economia resistir a pressões, fatores desestabilizadores ou choques externos (GONÇALVES, 2006). A sua mensuração se dá por meio de indicadores que procuram medir o volume de compromissos em moeda estrangeira a ser saldados no curto e no longo prazo, na forma de fluxos e estoques, face à capacidade que o país tem de gerar divisas por meio de exportações, empréstimos e investimentos externos, também de curto e longo prazos. Tais desbalanceamentos antecedem e provocam as crises cambiais. O conceito é útil porque permite desvelar que, mesmo as circunstâncias de farta liquidez internacional e expansão do comércio a favor dos países periféricos – o período de “bonança” a que Furtado (2006) se referiu – podem anteciper crises severas em caso de reversão brusca de tais condições. Em geral, tais análises se baseiam na posição internacional de investimentos face aos ativos externos, como fazem, por exemplo, Gentil e Araujo (2012), Ferrari-Filho, Silva e Schatzmann (2011), ou na construção de outros indicadores complementares e outras estimativas, como fazem, por exemplo, Val e Libânio (2009) e Prates e Cunha (2014).

Sob a dinâmica descrita até aqui, as crises cambiais consistiriam em episódios associados à interrupção do financiamento externo com posterior perda de reservas, forçando a desvalorização cambial. Entretanto, episódios de desvalorização brusca da taxa de câmbio também podem ocorrer

por decisão de investidores em busca da qualidade expressa na moeda internacional, e de seu atributo de liquidez. Em particular, a posição do Real na hierarquia monetária internacional pode engendrar – e efetivamente engendrou, como veremos adiante – movimentos de fuga para a qualidade causadores de desvalorizações/depreciações cambiais bruscas.

Na década de 1980, o surgimento da globalização financeira gerou uma nova dinâmica para as finanças internacionais. Neste contexto, a dimensão monetária-financeira a partir da configuração centro-periferia ganhou destaque no debate macroeconômico. Esse debate concentrou-se nas tendências observadas na variabilidade das taxas de câmbio e de juros, assim como no grau de autonomia das políticas domésticas adotadas por países que emitem as denominadas “moedas periféricas”. Autores como Carneiro (2002), Prates (2002), Belluzzo e Carneiro (2004), De Conti, Plihon e Prates (2014) buscaram ressaltar as implicações de um Sistema Monetário Internacional (SMI) caracterizado por uma hierarquia de moedas.

A posição de cada moeda na hierarquia monetária internacional decorre do grau de sua utilização em âmbito internacional. De acordo com Cohen (2015), os fatores que levam uma determinada moeda a se internacionalizar são de ordem econômica e política, principalmente: i) a estatura econômica do país emissor da moeda internacional e sua posição relativa na economia mundial; ii) o poder geopolítico do país, associado às relações multilaterais e a capacidade de negociar o uso de sua moeda com outros países; e iii) o voluntarismo estatal ou político, que são as ações de um Estado visando aprofundar o uso internacional de sua moeda. Entretanto, a utilização internacional da moeda não segue uma trajetória linear determinada por esses fatores. Embora o SMI seja dinâmico, exibe uma dinâmica de longo prazo, em parte devido à inércia associada à posição das moedas dentro desse sistema. Isso ocorre principalmente devido às convenções estabelecidas, as quais demandam tempo para se alterar (CONTI, PLIHON, PRATES, 2014).

Com base na caracterização de Conti, Plihon e Prates (2014), o SMI contemporâneo é ordenado em quatro níveis. No topo da hierarquia situa-se o dólar, a moeda-chave do sistema. Em um segundo patamar posiciona-se o euro, que se diferencia das outras moedas utilizadas em âmbito internacional, mas não alcança o *status* do dólar. Na camada intermediária estão as demais moedas emitidas pelos países com níveis elevados de riqueza nacional, como a libra esterlina, o franco suíço e o iene japonês, que exercem de maneira secundária as funções internacionais da moeda. No extremo oposto da hierarquia, estão as moedas provenientes das economias periférica, as quais não exercem funções em âmbito global porque não possuem liquidez internacional.

A estrutura do SMI determina quais moedas desempenham as funções clássicas no plano global, e essa configuração não está sujeita a mudanças de curto prazo. Todas as moedas são líquidas dentro de suas próprias jurisdições, mas somente aquelas que são utilizadas para além das fronteiras nacionais possuem a chamada “liquidez da divisa”. Isso estabelece uma distinção qualitativa entre

moedas centrais e periféricas. Por outro lado, a “liquidez de mercado” refere-se às condições sob as quais um ativo é transacionado em determinado mercado, considerando os custos – tanto monetários quanto temporários – envolvidos na operação. Essa liquidez é determinada por vários fatores, como: i) a institucionalidade, ou seja, pelas regras e modo de funcionamento do mercado; ii) o histórico das transações realizadas no mercado, que será essencial à construção da confiança onde o ativo será transacionado; iii) tamanho do mercado; iv) os objetivos dos agentes presentes no mercado. Tais atributos podem sofrer alterações no curto prazo e estabelece a classificação das moedas dentro de cada grupo (central ou periférico), pois algumas moedas têm mercados mais líquidos do que outras dentro do mesmo grupo. Na ausência de controles de capitais, as moedas carentes de liquidez da divisa são abandonadas pelos agentes estrangeiros durante reversões nos ciclos expansivos, mesmo que seus mercados tenham uma alta liquidez. Nessa fase, busca-se a liquidez da divisa, não a liquidez de mercado (CONTI, PLIHON, PRATES, 2014).

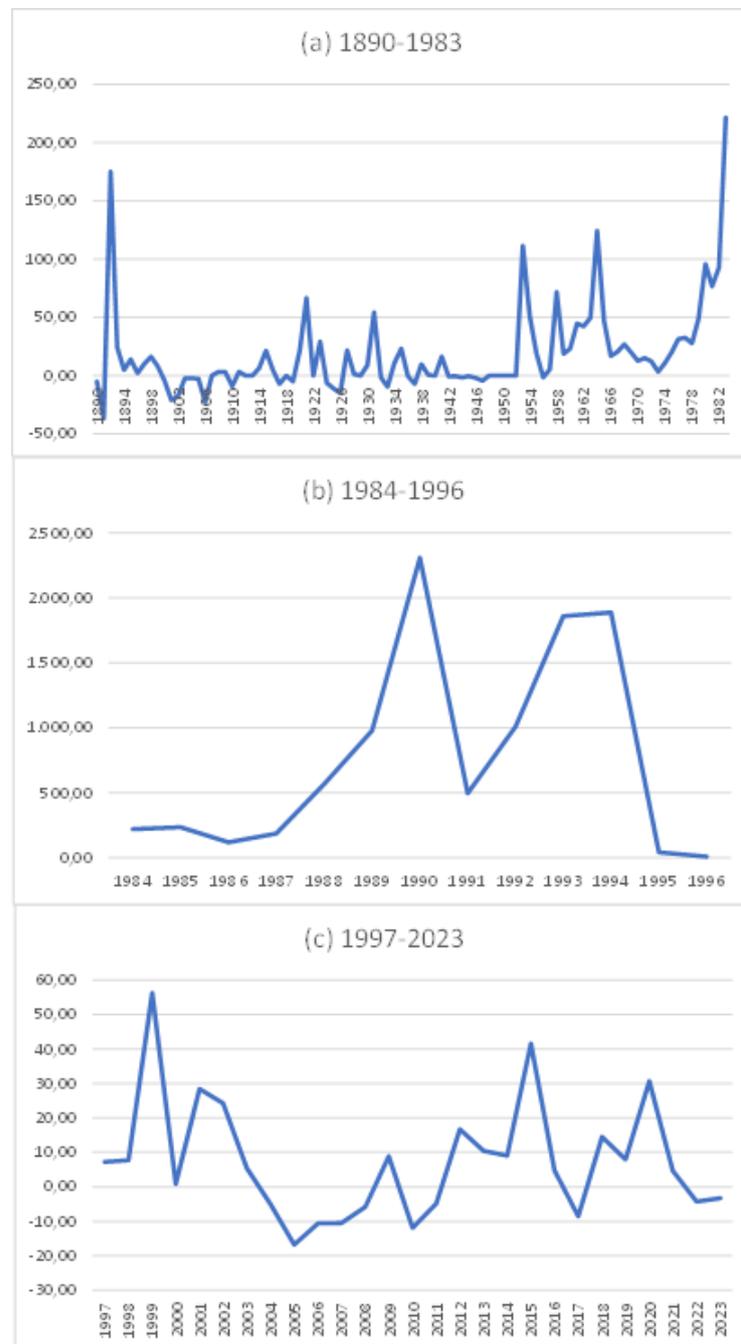
A iliquidez internacional das moedas periféricas gera uma grande propensão à variabilidade das taxas de câmbio e de juros destas economias. Uma consequência imediata da posição periférica da moeda é o alto nível das taxas de juros dos países emissores, decorrente de sua falta de liquidez. Assim, a demanda pelas moedas periféricas e os títulos nelas denominados dependerá dos rendimentos excepcionais esperados pelos investidores estrangeiros. Nas fases de abundância da liquidez internacional, a periferia tende a atrair capital privado devido ao alto patamar da taxa de juros dessas economias. Essa demanda tem um caráter preponderantemente especulativo e é fortemente sensível ao estado global de preferência pela liquidez, variando de acordo com as diferentes fases dos ciclos de liquidez internacional. Por outro lado, durante os períodos de reversão dos ciclos expansivos, as moedas periféricas são as primeiras a serem abandonadas pelos agentes estrangeiros nos episódios de “fuga para a qualidade”. Essa instabilidade dos fluxos de capitais gera pressões que resultam na considerável volatilidade cambial nos países periféricos, de modo que o aumento da taxa de câmbio rapidamente reduz a demanda pela moeda periférica, intensificando ainda mais o movimento de depreciação deste ativo. Em contrapartida, observa-se uma tendência ao aumento da demanda pelas moedas centrais, como reflexo de sua apreciação. Como resultado, a assimetria monetária amplifica a magnitude das flutuações das taxas de câmbio das moedas periféricas (BELLUZZO; CARNEIRO, 2004; CONTI, PLIHON, PRATES, 2014).

### **3. Crises cambiais de 1890 a 2022: principais fatos estilizados**

O gráfico 1 a seguir apresenta a taxa anual de desvalorização nominal da taxa de câmbio de 1891 a 2023. Em razão do processo de aceleração inflacionária ocorrido entre a segunda metade da década de 1980 e a primeira metade da década de 1990, o gráfico foi dividido em três partes, já que a escala da desvalorização cambial dos anos de alta inflação acabaria por ocultar os demais períodos.

Por simplicidade, utilizaremos a taxa de câmbio com relação ao dólar, mesmo para o início do período republicano, quando a libra esterlina ainda era a moeda de referência.

**Gráfico 1 – Taxa anual de desvalorização nominal da taxa de câmbio, 1891-2023 (%)**



Fonte: Ipeadata, elaboração própria.

Até a década de 1950, os episódios de crises cambiais no Brasil eram tipicamente associados à súbita interrupção de financiamento externo combinada com a queda dos preços das *commodities* – a “dupla penúria” a que Furtado se referiu. As desvalorizações cambiais eram seguidas de aumento

da inflação e de políticas recessivas como forma de combater simultaneamente a inflação e o desequilíbrio externo, e eram comuns a interrupção dos pagamentos em moeda estrangeira, incluindo moratória da dívida externa.

Entre meados da década de 1950 e o final da década de 1960, o problema assumiu novos contornos. Não ocorreram propriamente episódios de parada súbita, mas o quadro de “escassez de dólares” impôs um crônico acirramento da restrição externa. Diferentemente do padrão observado pré-década de 1950, quando as bruscas desvalorizações cambiais eram seguidas de estabilização da trajetória após a normalização do ciclo de liquidez internacional e da reinserção da economia brasileira nos mercados financeiros globais – muitas vezes, após renegociações da dívida externa –, entre o final dos anos 1950 e 1960 observa-se uma tendência prolongada de desvalorização cambial. O surgimento do mercado de euromoedas no fim dos anos 1960, e mais tarde os “petrodólares”, permitiram ao Brasil estabilizar novamente a trajetória da taxa de câmbio, até a crise desencadeada pelo segundo choque do petróleo e o aumento das taxas de juros internacionais entre o final dos anos 1970 e 1980. Aqui, temos um novo episódio de tendência prolongada de desvalorização cambial que perdura até a renegociação da dívida externa em 1994. A partir de então, retoma-se ao antigo padrão de crises cambiais decorrentes de parada súbita. Finalmente, após 2008, o acúmulo de reservas, o País seguiu com episódios de depreciações rápidas e acentuadas, intercaladas com períodos de estabilização/apreciação, cuja natureza parece ter se alterado, prevalecendo o movimento de fuga para a qualidade. Vejamos cada período separadamente a partir da próxima seção.

#### **4. Do início da República à década de 1952: crises cambiais periódicas**

A primeira crise cambial do período republicano ocorreu em 1892, e coincidiu com a crise do Encilhamento. A tradição ortodoxa brasileira costuma associar esta crise a uma suposta frouxidão na condução da política monetária decorrente da reforma bancária do Ministro da Fazenda Rui Barbosa (FRANCO, 1990), mas Bezerra, Araujo e Mattos (2020) mostraram a predominância da moratória da Argentina e da quebra do Banco Bering, um dos mais sólidos bancos londrinos, na fuga de capitais e interrupção do financiamento externo para o Brasil, por meio do efeito contágio, temendo a ocorrência de uma moratória também aqui. A crise levou a uma queda dos preços das *commodities* – incluso o café – e a moeda brasileira se desvalorizou com relação ao dólar em 175% em 1892,<sup>5</sup> provocando efeitos inflacionários e uma prolongada crise econômica. A crise se arrastaria por toda a década e somente seria superada após a renegociação da dívida externa (*funding loan*) e a recuperação dos preços internacionais do café no mercado internacional nos primeiros anos do século XX.

Restabelecidos os fluxos de capitais para o Brasil e estabilizada a taxa de câmbio (e também a inflação), o país aderiu formalmente ao padrão-ouro na forma da Caixa de Conversão a partir de

---

<sup>5</sup> Com relação à libra, desvalorização foi de 48% em 1891 e outros 20% em 1892.

1906 até a eclosão da Primeira Guerra Mundial (OLIVEIRA, SILVA, 2001), quando uma nova fuga de capitais, interrupção dos fluxos de capitais externos e queda dos preços das *commodities* desencadeou nova crise cambial, na qual a moeda brasileira foi desvalorizada em 22% em 1915. Em 1917 foram introduzidas medidas de restrição ao envio de recursos ao exterior, interrompendo o que Suzigan (1971) chamou de período de liberdade cambial em vigor desde 1889, no sentido em que não havia até então restrição a qualquer tipo de operação cambial (p. 95). A restauração das condições de normalidade dos fluxos de capitais após o término da guerra viabilizaram as condições para nova estabilização cambial e uma nova experiência com o padrão-ouro, agora na forma da Caixa de Estabilização, adotada em 1924. A experiência foi tão similar à da Caixa de Conversão que seu término ocorreu também após um novo episódio de parada súbita de financiamento externo, fuga de capitais e queda dos preços das *commodities* com a eclosão da crise de 1929.

A severidade da crise levou ao acúmulo de compromissos em atraso, um *funding loan* em 1931 (LAGO, 1990) – o terceiro em três décadas –, e à adoção de políticas de controle e centralização (monopólio) do câmbio no Banco do Brasil (SUZIGAN, 1971; ABREU, 1990; MATTOS, ALVARENGA JUNIOR, 2021). A liberdade cambial foi sendo restituída aos poucos a partir de 1934, mas a persistência dos déficits em transações correntes e o agravamento do cenário internacional levaram à imposição de novas medidas de controle cambial, além do acúmulo de atrasados cambiais. Tais medidas, se não resultaram propriamente na estabilização cambial, garantiram que ao menos os episódios de desvalorizações não saíssem do controle da autoridade monetária. Ou seja, o ajuste recaiu mais sobre as operações com o câmbio do que sobre a taxa - ou melhor, sobre as quantidades do que sobre o preço.

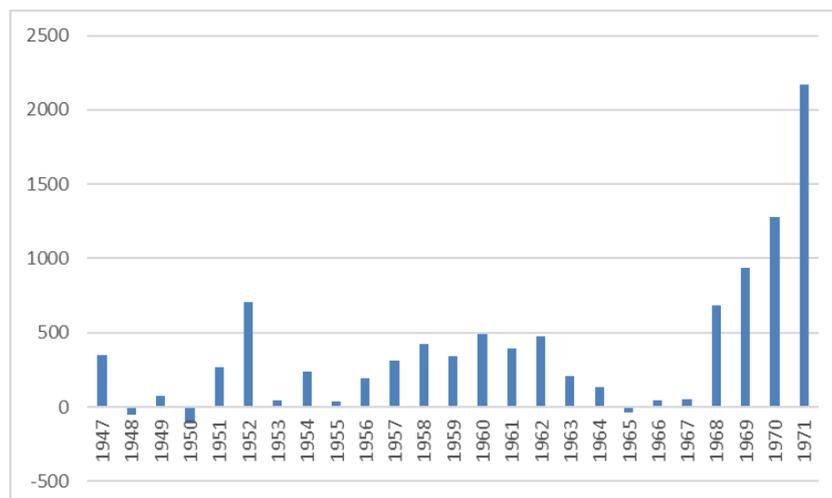
Após a crise de 1929, as condições de liquidez internacional demoraram a se normalizar. A II Guerra Mundial significou um novo período de contração do comércio internacional e de desorganização da própria ordem monetária e financeira internacional. Mesmo após os acordos de Bretton Woods e o estabelecimento da hegemonia do dólar, um longo período de “escassez de dólares” impôs às economias periféricas, e em particular ao Brasil, a manutenção da restrição externa ao crescimento. Ao mesmo tempo, o cenário ensejava medidas de controles administrativos de importação, priorizando itens essenciais à vida econômica nacional e ao processo de industrialização em curso, e também se mostrou propício para a criatividade dos formuladores de política econômica, na introdução das taxas múltiplas de câmbio que vigorariam de 1953 a 1961 no Brasil. A nova política cambial foi introduzida no segundo governo de Getúlio Vargas após uma nova crise cambial, similar às anteriores: queda das exportações de algodão decorrente da crise global do setor têxtil, importação de trigo dos Estados Unidos após quebra de safra na Argentina, sobrepreço das importações decorrente do acúmulo de atrasados comerciais (VIANNA, 1990).

## **5. 1953-1970: das desvalorizações cambiais persistentes à estabilidade cambial**

O esquema de taxas múltiplas de câmbio consistia no estabelecimento de leilões de câmbio em diferentes categorias, com racionamento da oferta nas faixas destinadas a produtos cuja importação se pretendia desestimular. Por meio deste esquema de política cambial, foi possível conciliar as políticas de desenvolvimento econômico com a crônica restrição externa, direcionado as divisas para os setores considerados essenciais (MORAES, 2021; MATTOS, ALVARENGA JUNIOR, 2021; BASTOS, COSTA, 2021). O esquema sofreu modificações no governo de Juscelino Kubitschek, mas a diretriz principal - taxas múltiplas de câmbio - foi mantida. Ocorre que, para além de níveis distintos de taxa de câmbio em cada categoria, a trajetória da taxa de câmbio também era distinta, mas, inadvertidamente, a partir de 1958, como mostraram Bastos e Costa (2021), foi no sentido de uma intensa desvalorização, expressa também no gráfico 1a (no caso, uma média das taxas das diferentes categorias). O período não é tratado pela literatura econômica como uma crise cambial propriamente dita, porque, de fato, não há um episódio específico a desencadear uma parada súbita de financiamento externo como nos episódios anteriores, mas sim uma circunstância de forte queda do preço internacional do café e deterioração dos termos de troca, e dificuldades do governo brasileiro em obter novos empréstimos junto aos credores estrangeiros – ou seja, um desequilíbrio externo crônico. E há outra especificidade: o nível de atividade seguiu aquecido até o ano de 1961. Por outro lado, como também mostraram Bastos e Costa (2021), a desvalorização cambial desencadeou um processo de aceleração inflacionária.

O câmbio foi unificado em 1961, mas foi o retorno do financiamento externo, a partir do governo Castello Branco, em sua política externa de alinhamento automático com os EUA, que permitiu ao governo dispor das condições de desacelerar o ritmo das desvalorizações nominais da taxa de câmbio. Entretanto, a nova fase de estabilidade da trajetória da taxa de câmbio somente foi proporcionada pelo novo ciclo expansivo de liquidez internacional iniciado no final da década de 1960 com o mercado de euromonedas, que estabeleceu um fluxo crescente e recorde de financiamento externo para o Brasil (gráfico 2). Mesmo após o esquema de minidesvalorizações cambiais, introduzido após 1968, a taxa de câmbio nominal se desvalorizou a taxas decrescentes a partir do início dos anos 1970, como mostrou Araujo (2021). O país acumulou reservas internacionais, já que a fatura de financiamento externo superava as necessidades de financiamento representadas pelo déficit em transações correntes.

**Gráfico 2 – Brasil: saldo da conta financeira do balanço de pagamentos, 1947-1971**



Fonte: Banco Central do Brasil

Como mostra o gráfico 1a, o período iniciado em 1958 e que vai até o final dos anos 1960 não tem similaridade com nenhum outro período antecedente, ao menos durante a República: a taxa de câmbio se desvalorizou em termos nominais em todos os anos sempre acima de dois dígitos, chegando a 71% em 1958 e 124% em 1964. Se não se pode falar de uma crise cambial estritamente - ou seja, um episódio de parada súbita que desencadeia uma desvalorização brusca da taxa de câmbio -, claramente trata-se de um caso de uma instabilidade cambial crônica decorrente de um acirramento prolongado da restrição externa.

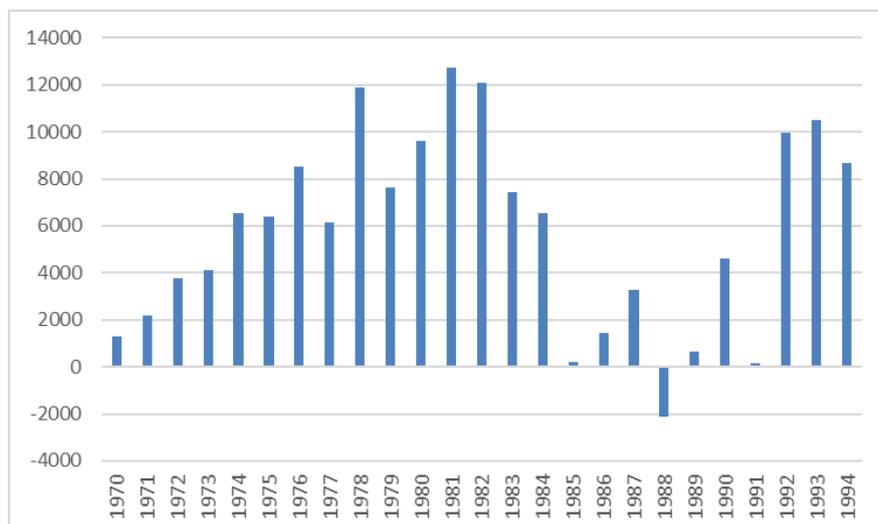
## **6. De 1971 a 1994: novo período de desvalorização cambial persistente**

No final da década de 1970, há um novo longo período de desvalorização da taxa nominal de câmbio, agora provocada pela reversão do ciclo de liquidez internacional. O primeiro choque do petróleo, no final de 1973, gerou um aumento das taxas de juros internacionais, logo revertido, seguido de um ciclo de liquidez internacional decorrente dos petrodólares, mas que, como Ferreira (2021) bem explicou, foi proporcionado pela redução das taxas internacionais de juros. A taxa de câmbio já sofre uma desvalorização acentuada logo em seguida, mas a autoridade monetária não chega a perder o controle da política cambial, que consiste em desvalorizações abaixo da inflação doméstica, buscando compensar, ainda que parcialmente, os inevitáveis efeitos do primeiro choque do petróleo sobre a inflação brasileira, ao mesmo tempo em que buscava estimular, ao menos por meio desta variável, as captações externas privadas, bem como as importações necessárias ao II Plano Nacional de Desenvolvimento. Somente após 1976, após dois anos consecutivos de perda de reservas internacionais, é que o governo Geisel precisou redimensionar sua política de desenvolvimento.

Todavia, este padrão não se repetiu após o segundo choque do petróleo em fins de 1978: as taxas internacionais de juros aumentaram a partir de 1979 e permaneceram em níveis elevados por um longo período de tempo. A moratória da dívida externa do México em 1982 provocou um quadro persistente de racionamento de crédito externo para a América Latina. No Brasil, a resposta padrão da política econômica consistiu em políticas de transferência de recursos reais para o exterior - contração da absorção doméstica por meio de políticas fiscal e monetária restritivas - combinadas com desvalorizações da taxa de câmbio com o intuito de preservar a competitividade da produção doméstica face aos importados (CARNEIRO, 2002; BELLUZZO, ALMEIDA, 2002; PINTO, 2021). Ocorreram duas maxidesvalorizações cambiais: uma no final de 1979, e outra no início de 1983, sempre seguidas de minidesvalorizações voltadas para manter a competitividade da produção doméstica. O racionamento de crédito persistiu até o processo de renegociação das dívidas externas latino-americanas, entre o final dos anos 1980 e início dos 1990; no Brasil, o processo foi concluído em 1994, mas o processo foi tortuoso e incluiu a decretação de moratória de parte da dívida externa brasileira no ano de 1987, e do acúmulo de atrasados comerciais em 1989. A persistência do racionamento de crédito externo forçou a manutenção da diretriz de política econômica que descrevemos acima: desvalorizações nominais da taxa de câmbio e políticas de transferência de recursos reais ao exterior. A trajetória da taxa de câmbio durante esses anos é ilustrada no gráfico 1b. As desvalorizações cambiais destinadas a manter a competitividade de produção interna no formato de um regime de *crawling peg* realimentavam a inflação, e eram alimentadas por ela, já que as desvalorizações tinham que compensar o aumento dos preços domésticos.

Neste caso, o evento desencadeador da parada súbita de financiamento externo foi a moratória mexicana em 1982. Até 1979, a despeito das condições deterioradas em vigor nos mercados financeiros internacionais – em termos de taxas ascendentes e prazos encurtados –, os fluxos de capitais externos, especialmente na forma de crédito externo, ainda eram determinados pelo comportamento autônomo entre o país devedor (Brasil) e seus credores. A partir de 1979, uma nova lógica se impõe: os fluxos de capitais externos passam a ser determinados a partir dos acordos celebrados junto ao Fundo Monetário Internacional, já apontando para a necessidade de renegociação dos débitos (FERREIRA, 2021). Após a moratória mexicana, os novos financiamentos apresentam tendência decrescente, como mostra o gráfico 3 a seguir.

**Gráfico 3 – Brasil: saldo da conta financeira do balanço de pagamentos, 1970-1994**



Fonte: Banco Central do Brasil

O quadro de racionamento de crédito externo persiste até o ano de 1992, quando o Brasil inicia sua adesão ao Plano Brady, de renegociação da dívida externa, concluído em 1994, e marca o retorno do Brasil aos mercados financeiros internacionais. Segundo Bastos (2001) e Bastos e Ferraz (2021), este processo garantiu o êxito do plano de estabilização baseado na adoção da âncora cambial, e viabilizado pelo acúmulo de reservas internacionais.

### **7. 1995 a 2002: novas crises cambiais por parada súbita**

O período iniciado após o Plano Real é marcado pela retomada das crises cambiais provocadas por parada súbita. O plano de estabilização, baseado na adoção de uma âncora cambial com um sistema de câmbio quase fixo e sobrevalorizado que assim permaneceu entre julho de 1994 a janeiro de 1999, nos marcos da abertura comercial, provocou persistentes e elevados déficits comerciais e em transações correntes. O Brasil havia retornado recentemente aos mercados financeiros internacionais, mas o ciclo de aperto da política monetária implementado pelo banco central estadunidense provocou uma brusca reversão do ciclo internacional de liquidez que levou o México a uma crise cambial no final de 1994. Havia similaridades entre as duas economias, já que o México também adotara uma política de estabilização baseada na sobrevalorização de sua moeda e também dependia das condições de liquidez externa para financiar os seus déficits em transações correntes. O Real sofreu um ataque especulativo em fins de 1994, mas o volume de reservas internacionais acumulado permitiu que a taxa de câmbio não sofresse sobressaltos. O retorno das condições de liquidez internacional permitiu a recomposição do nível de reservas internacionais, mas no ano de 1997 uma crise cambial iniciada na Tailândia e que se alastrou pelos assim chamados Tigres Asiáticos em 1997, provocou novas volatilidades nos mercados financeiros e cambiais em escala mundial. Em

todos esses casos ocorreram também queda dos preços das *commodities* e piora dos termos de troca. O Real sofreu novo ataque especulativo, e novamente o Banco Central do Brasil vendeu reservas internacionais para preservar a taxa de câmbio. Novamente, as condições de liquidez internacionais foram retomadas e o nível de reservas, recomposto, até a ocorrência da moratória da Rússia em 1998, quando o Real sofreu novo ataque especulativo. Desta vez, o Banco Central do Brasil conseguiu sustentar a taxa de câmbio, mas recorreu ao socorro financeiro do Fundo Monetário Internacional (FMI) após nova perda de reservas.

A tentativa de promover uma desvalorização ordenada do Real em 1999 foi mal-sucedida, marcada por uma fuga de capitais, *overshooting* cambial e intensificação das políticas restritivas já anunciadas no ano anterior (gráfico 1c). As volatilidades nos mercados financeiros internacionais ainda teriam longa duração, após a crise das empresas ponto.com, a descoberta de fraudes contábeis nas empresas distribuidoras de energia, e os atentados terroristas, todos nos EUA.

A crise cambial brasileira de 2002 teve um caráter pitoresco, pois a fuga de capitais foi provocada por uma postura leniente do Banco Central do Brasil, que não elevou a taxa básica de juros durante a elevação do prêmio de risco. Com efeito, pela primeira vez desde o Plano Real a taxa básica de juros ficou abaixo do piso determinado pela taxa de juros interna acrescida do prêmio de risco, como mostraram Araujo e Gentil (2021).

## **8. Crises de 2008, 2015 e 2020**

Em geral, não há referência na literatura econômica aos episódios de desvalorização cambial brusca ocorridos nos anos de 2008, 2015 e 2020 como crises cambiais propriamente ditas. Das três, somente a de 2015 não foi provocada por um episódio de parada súbita de capital; o ano foi marcado pela associação entre desaceleração econômica e crise política que culminou no processo de impeachment da presidenta Dilma Rousseff em 2016. A de 2008 foi provocada em decorrência da eclosão da crise financeira internacional do *subprime*, originada nos mercados financeiros estadunidenses, e a de 2020 foi provocada pela contração dos fluxos financeiros e comerciais após a Organização Mundial de Saúde reconhecer como pandemia o contágio decorrente da covid-19. Em todas as três, uma nova característica estrutural da economia brasileira: o acúmulo de reservas internacionais a patamares elevados.

De fato, a conjuntura internacional da primeira década do século XXI permitiu condições que, se não são propriamente inéditas, são raras: um longo período de melhoria dos termos de troca decorrentes do aumento extraordinário do preço internacional das *commodities* combinado com taxas de juros internacionais também extraordinariamente baixas e por um tempo prolongado permitiram ao Brasil acumular, em caráter inédito, superávits em transações correntes por cinco anos consecutivos (de 2003 a 2007), e simultaneamente, atrair capital externo na forma de investimentos diretos e em carteira. Com efeito, o nível de reservas internacionais, que havia se estabilizado em

torno de US\$ 52 bilhões entre 2003 e 2004, chegou a US\$ 180 bilhões no final de 2007. Conforme o debate sumarizado em Oliveira e Araujo (2021), reservas internacionais têm importância na prevenção a crises cambiais, na mitigação dos custos de uma parada súbita de fluxos de capitais externos, na solvência externa e nas expectativas quanto às taxas de câmbio e juros.

A falência do *Lehman Brother's* em 15 de setembro de 2008 deu à crise do *subprime*, até então circunscrita à economia dos EUA, o caráter de crise financeira internacional. No Brasil, os impactos mais imediatos ocorreram nas transações correntes (queda dos preços das *commodities* e aumento das remessas de lucro das empresas estrangeiras) e na conta financeira (fuga de capitais, redução dos fluxos de novos capitais, e interrupção do crédito externo). Entre agosto e dezembro de 2008, a taxa de câmbio se depreciou em 43% (ver gráfico 1c). Araujo e Gentil (2011) é um dos poucos trabalhos a referir-se ao episódio como uma crise cambial, mas os autores ressaltam que foi rapidamente revertida em razão da rápida recuperação dos preços das *commodities* e dos fluxos de capitais. Já no 2º trimestre de 2009, a taxa de câmbio voltava a se apreciar, não havendo tempo sequer para que o efeito *pass-through* se efetivasse: a inflação em 2009 permaneceu dentro das metas estabelecidas no âmbito do regime de metas inflacionárias. Mas a depreciação cambial provocou perdas para empresas do setor financeiro e não-financeiro que operavam nos mercados de derivativos cambiais. Essas perdas se alastraram e estão no cerne do racionamento de crédito doméstico que ocorreu na esteira da crise (IEDI, 2009; FREITAS, 2009) e constituem o principal mecanismo de transmissão daquela crise para o Brasil, impactando o nível de atividade. Diante desses efeitos, é difícil não caracterizar uma crise cambial.

Tendo havido parada súbita de capital, mas tendo seus efeitos sido mitigados e rapidamente superados, resta a constatação de que mesmo o elevado estoque de reservas internacionais não foi suficiente por si para impedir a ocorrência de uma crise cambial. Não é possível afirmar que as reservas reduziram a intensidade da depreciação – efetivamente, 43% não está entre as menos intensas; tampouco é possível afirmar que as reservas permitiram a rápida reapreciação cambial, já que isto foi viabilizado pelo retorno dos fluxos de capitais aos países emergentes. A propósito, o próprio estoque de reservas foi preservado: o Banco Central do Brasil priorizou intervenções no mercado de câmbio por meio de operações de venda com compromisso de recompra, em detrimento das operações de venda no mercado à vista (ARAUJO, GENTIL, 2011). Por outro lado, o estoque de reservas permitiu que os pagamentos em moeda estrangeira não fossem interrompidos durante o período em que a liquidez internacional secou. E, diferentemente de todas as crises provocadas por parada súbita de entrada de capital externo, nesta as políticas fiscal e monetária não assumiram caráter restritivo.

Para Prates (2009) e Freitas (2009), a ocorrência de um movimento de fuga para a qualidade por parte dos investidores, decorrente da posição do Real (e das moedas periféricas em geral) na

hierarquia internacional das moedas, determinou o efeito-contágio e a abrupta depreciação cambial. Neste sentido, a vigência desta condição estrutural prevalece para o Brasil e para as economias periféricas: a despeito do elevado estoque de reservas internacionais, suas economias não estão ilesas dos episódios de depreciações bruscas de suas taxas de câmbio, ou mesmo de crises cambiais. Portanto, as tentativas de explicar as crises cambiais brasileiras no século XXI negligenciando as assimetrias do SMI são contraproducentes. Vale ressaltar que, embora possam ter mercados domésticos razoavelmente líquidos, as moedas periféricas não possuem a mesma liquidez da divisa. No contexto da reversão do ciclo de liquidez internacional, a dimensão mais importante não se refere aos aspectos de mercado ou institucionais, mas sim às características intrínsecas da moeda (no que diz respeito a sua liquidez estrutural) e aos prêmios a elas associados. Tais fatores influenciaram o comportamento dos investidores estrangeiros em 2008 que, percebendo o perigo, iniciaram um movimento de fuga de capital em busca do prêmio de liquidez da moeda divisa. Isso forçou o Brasil a ajustar sua política macroeconômica sem comprometer o gasto público, o que permitiu ao país sustentar uma taxa média de crescimento de cerca de 3% entre 2008 e 2009, garantindo a liquidez dos mercados domésticos e contribuindo para a reversão relativamente rápida da crise cambial brasileira. Deve-se notar também que, na eclosão da mais grave crise financeira desde 1929, a economia brasileira não decretou moratória de seus compromissos externos, não acumulou compromissos em atraso, nem tampouco precisou renegociar os compromissos vindouros.

Já a depreciação cambial de 2015 não guarda similaridade com os demais episódios aqui relatados. Desde 2011, a economia brasileira vinha demonstrando sinais de desaceleração, que se intensificaram ao longo do primeiro mandato da presidenta Dilma Rousseff (2011-2014) e culminou na recessão em 2015. Este cenário alinhou-se à crise política que se instalou no governo e resultou no afastamento da presidenta Dilma em agosto de 2016 (CHERNAVSKY; DWECK; TEIXEIRA, 2018). Este artigo não tem a intenção de explorar os determinantes da crise econômica e política brasileira, mas sim discutir a natureza da crise cambial ocorrida em 2015.

Entre dezembro de 2014 e janeiro de 2016, a taxa de câmbio se depreciou em 53%. Notadamente, o ano de 2015 foi marcado por uma “retração mais forte” da entrada de recursos externos (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2018, p. 105), mas distante de se configurar em um quadro de parada súbita de capital, aumento brusco das taxas de juros externas ou qualquer outro evento disruptivo da liquidez internacional. O mais provável é que os investimentos diretos tenham se retraído em razão da perspectiva de menor rentabilidade face ao quadro de desaceleração e crise econômica em curso, e os investimentos em carteira tenham se retraído em razão da perspectiva de aumento do prêmio de risco e da perspectiva de piora da classificação de risco por parte das agências de *rating* soberano. Deste modo, é plausível supor que os aspectos conjunturais da economia brasileira, que afetaram a liquidez de mercado, tenham sido responsáveis pela depreciação

cambial ocorrida em 2015. Conforme enunciado na seção 2 deste artigo, a liquidez de mercado refere-se às condições sob as quais uma moeda é transacionada em determinado mercado, não guardando necessariamente relação com a liquidez das moedas determinada pela hierarquia do SMI.

Outro episódio de depreciação, também brusca, foi a ocorrida por ocasião da pandemia da covid-19 nos anos de 2020 e 2021. As políticas de restrição à circulação de pessoas em vários países provocaram queda da produção, da renda, do comércio internacional, e também fuga de capitais das economias periféricas. O elevado estoque de reservas internacionais do Brasil não impediu que, após a parada súbita dos fluxos de capitais, a taxa de câmbio sofresse forte depreciação de 30% entre fevereiro e maio de 2020, e se estabilizasse em níveis desvalorizados. A política monetária foi afrouxada, e o Banco Central reduziu a taxa básica de juros para níveis que, segundo Lara (2021), eram inferiores ao piso determinado pela taxa internacional acrescido do prêmio de risco, o que explica a permanência da taxa de câmbio nos níveis desvalorizados mesmo após a recuperação dos preços das commodities no segundo semestre de 2020, e a revalorização das moedas das economias periféricas.

Neste contexto, a depreciação cambial ocorrida em 2020 aponta para a combinação de duas situações: i) um episódio de fuga de capital externo associado à preferência pela liquidez da moeda divisa, devido à reversão na psicologia dos mercados em um ambiente marcado pela incerteza; e ii) fuga de capital externo associada à busca por liquidez de mercado, considerando a desaceleração da atividade econômica brasileira em decorrência dos efeitos da pandemia da covid-19 e a redução da taxa de juros interna para patamares inferiores à taxa internacional, acrescidos do prêmio de risco. Neste caso, os aspectos de mercado, que determinam as condições nas quais o real é transacionado, foram de extrema relevância para o comportamento dos agentes estrangeiros. No quadro 1 abaixo, estão sintetizados os principais argumentos apresentados nesta seção.

Quadro 1 – Síntese dos argumentos apresentados

	2008	2015	2020
Natureza da crise cambial	Houve parada súbita de capitais externos	Não houve parada súbita de capitais externos	Houve parada súbita de capitais externos
Origem da crise	Crise financeira internacional do <i>subprime</i>	Crise econômica e política brasileira	Efeitos da pandemia da covid-19
Comportamento dos investidores estrangeiros	Busca pela liquidez da divisa, associado ao prêmio pela preferência pela liquidez	Busca pela liquidez de mercado, associado ao prêmio de risco	Busca pela liquidez da divisa e de mercado

Fonte: Elaboração própria.

## 9. Considerações Finais

Após revisitar os episódios de desvalorização cambial no Brasil – sejam as bruscas, sejam as mais duradouras – é possível sumarizar os seguintes resultados. O ciclo de liquidez internacional parece importar mais do que os de *commodities*. Mesmo que a queda dos termos de troca deteriore a balança comercial e a balança de transações correntes, é possível atravessar esta situação se houver financiamento externo. Havendo interrupção, as crises cambiais ocorrem. Por outro lado, reiniciado o ciclo de liquidez internacional, os fluxos de capitais retornam e permitem à revalorização da moeda e a estabilização cambial. Este foi o caso recorrente entre 1890 até os anos 1929, e também os episódios circunscritos entre 1995 e 2002. Sob períodos mais prolongados de retração da liquidez internacional, como os vigentes entre 1930 até o final da década de 1960, e também em toda a década de 1980 até 1994, a taxa de câmbio sofreu desvalorizações persistentes e de caráter defensivo. Em alguns casos, como nos anos 1950, foram implementadas medidas de restrição aos pagamentos externos.

Os estoques de reservas internacionais são importantes para permitir que os pagamentos internacionais não sejam interrompidos nos contextos de contração da liquidez internacional. Até o início do século XXI, o esgotamento das reservas, ou a perspectiva de seu esgotamento, com a consequente interrupção (ou perspectiva de interrupção) dos pagamentos externos ensejou a ocorrência de crises cambiais com desvalorizações rápidas e acentuadas da taxa de câmbio, ou ensejou os períodos prolongados de desvalorização cambial.

O elevado estoque de reservas, todavia, não impede a ocorrência de fugas de capitais e aumento de remessas de lucros nos episódios de fuga para a qualidade. Qualitativamente, são movimentos distintos da crise cambial clássica, porque não ocorrem em antecipação da perda de capacidade do país realizar pagamentos em moeda estrangeira, mas sim porque, em uma economia integrada aos mercados financeiros internacionais, os investidores podem preferir a liquidez em moeda forte em detrimento das moedas que na hierarquia internacional aparecem nas posições inferiores.

Esta nos parece ser a nova natureza das crises cambiais no Brasil após o processo de acúmulo de reservas internacionais no século XXI. Não ocorrem mais episódios de interrupção dos pagamentos em moeda estrangeira, mas podem ocorrer crises de endividamento privado ou perdas financeiras decorrentes de posições especulativas assumidas com a taxa de câmbio. Episódios de aceleração inflacionária decorrentes das depreciações continuam a ocorrer se posteriormente houver demora na estabilização cambial, e ensejam políticas restritivas, não mais para conter o desequilíbrio externo, mas para conter o processo inflacionário em si.

Este artigo buscou explorar a hipótese de que, a partir dos anos 2000, houve no Brasil uma mudança da natureza das crises cambiais, associada à posição estrutural do real na hierarquia do SMI. Ao fazer essa associação, o estudo mostrou que as depreciações cambiais dos anos de 2008, 2015 e 2020 estiveram diretamente relacionadas à mudança na psicologia dos agentes estrangeiros, considerando o grau de liquidez do real em um ambiente marcado pela incerteza e a liquidez de mercado no qual este ativo é transacionado.

À medida que o apetite pelo risco dos agentes estrangeiros se reduziu nos anos de 2008 e 2020, a fuga de capital foi mais generalizada e menos dependente dos fatores internos à economia brasileira, prevalecendo a preferência pela liquidez da moeda divisa. Ou seja, durante a depreciação cambial observada nesses anos, quando se configurou uma parada súbita de capital externo, o comportamento dos agentes estrangeiros foi guiado por razões alheias às características da economia nacional, associados à preferência pela liquidez da moeda divisa diante das incertezas, sobretudo, em relação à trajetória da economia mundial. Neste cenário, a liquidez de mercado no Brasil não foi suficiente para manter a demanda pelo Real e os ativos nele denominados, resultando em um retorno repentino aos ativos detentores de maior liquidez com efeitos potencialmente desestabilizadores para a taxa de câmbio.

Em 2015 e 2020, mudanças na percepção dos riscos, a profundidade dos mercados financeiros e o histórico de uma instabilidade maior das economias periféricas em relação às centrais, parecem terem sido fatores determinantes para a variabilidade da taxa de câmbio. Portanto, os aspectos relacionados às condições econômicas do país, que são extremamente relevantes na composição dos

prêmios de riscos e na determinação da liquidez de mercado, foram os principais fatores indutores do comportamento dos agentes estrangeiros.

Compreendeu-se ainda que elevados saldos de reservas internacionais não impediu a depreciação abrupta da taxa de câmbio nos anos de 2008, 2015 e 2020, porque, nestes casos, não resolveram o problema estruturalmente associado à iliquidez da moeda periférica derivada de sua posição estrutural na hierarquia do SMI. Entretanto, seu acúmulo faz-se necessário como estratégia para mitigar os efeitos de choques externos e proporcionar mais autonomia na condução da política macroeconômica, especialmente a monetária. Isso porque permitem evitar a necessidade de aumentar os juros (podendo até reduzi-los) e, no limite, decidir o momento e a intensidade da promoção da depreciação cambial (através da redução dos juros).

### Referências bibliográficas

ABREU, M. P. Crise, crescimento e modernização autoritária: 1930-1945. In: ABREU, M. P. (Org.) **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

ARAUJO, V. L. A macroeconomia do governo Médici (1969-1974): uma contribuição ao debate sobre as causas do “milagre” econômico. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.

ARAUJO, V. L.; GENTIL, D. L. O segundo governo FHC: consolidação e crise do projeto neoliberal. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.

ARAUJO, V. L.; GENTIL, D. L. Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, v. 28, p. 36-70, 2011.

BASTOS, C. P. Inflação e Estabilização. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. (Org.), **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis, Editora Vozes, 2001.

BASTOS, C. P.; COSTA, P. V. O período JK e o Plano de Metas. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.

BASTOS, C. P.; FERRAZ, F. A economia brasileira na primeira metade dos anos 1990: inflação, mudança estrutural e estabilização. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.

BELLUZZO, L. G. e ALMEIDA, J. G. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Ed. Civilização Brasileira, 2002.

BELLUZZO, L. G; CARNEIRO, R. O mito da conversibilidade, **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2 (94), abr.-jun./ 2004.

BEZERRA, L. M.; MATTOS, F. A.; ARAUJO, V. L. Para além das reformas monetárias: contribuições ao debate sobre a crise do Encilhamento. **Geosul**, Florianópolis, v. 35, n. 75, pp. 69-97, mai/ago 2020.

- BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise. In: CARNEIRO, R.; BALTAR, P. (Org.) **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. A tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio. São Paulo: FGV/EESP, **Texto para Discussão** nº 183, 2009.
- CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 13, p.58-92, 1999.
- CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em Crise – A economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo, Editora UNESP, IE – Unicamp, 2002.
- CARNEIRO, R. Navegando a contravento: uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff. In: CARNEIRO, R.; BALTAR, P.; SARTI, F. (Org.) **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018.
- COHEN, B. **Currency Power: Understanding Monetary Rivalry**. Princeton: Princeton University Press, 2015.
- CHERNAVSKY, E.; DWECK, E.; TEIXEIRA, R. Descontrole ou inflexão? A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 29, n. 3 (70), p. 811-834, set.-dez. /2020.
- DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade, Campinas**, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, ago. / 2014.
- FERRARI-FILHO, F.; SILVA, G. T. F.; SCHATZMANN, S. Políticas comercial e cambial, vulnerabilidade externa e crescimento econômico: a experiência da economia brasileira a partir dos anos 1980. **Nova Economia**, Belo Horizonte, 21 (1), p. 11-43, janeiro-abril de 2011.
- FERREIRA, L. A política econômica do governo Figueiredo, o endividamento externo e seus impactos macroeconômicos. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.
- FREITAS, M. C. P. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. Estudos Avançados, 23 (66), 2009.
- FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.
- GENTIL, D. L.; ARAUJO, V. L. Dívida pública e passivo externo: onde está a ameaça? **Revista Políticas Públicas**, São Luís-MA, Número Especial, p. 71-86, Outubro de 2012.
- LARA, F. M. A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil. **Policy Note**, Instituto de Finanças Funcionais para o Desenvolvimento (IFFD), n.º 2, set. 2021
- MANKIWI, G. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LTC Editora, 1998.
- MATTOS, F. A. M.; ALVARENGA JR., M. A. O primeiro mandato de Vargas: esforço industrializante com política econômica heterodoxa num cenário externo convulsionado. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.
- MIRANDA, M. C. Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 10, n. 2, p. 287-301, abril-junho 2006.
- MORAES, G. O II governo Vargas: limites externos de um Estado Nacional em construção. In: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.

- OLIVEIRA, C. R.; ARAUJO, V. L. Excesso? O debate sobre o nível de reservas internacionais do Brasil. **Brazilian Keynesian Review**, 7 (1), p. 107-154, 1st Semester, 2021.
- OLIVEIRA, M. T.; SILVA, M. L. F. O Brasil no padrão-ouro: a Caixa de Conversão de 1906-1914. **História Econômica & História de Empresas**, IV, I, 2001.
- PINTO, E. C. Nova República (1985-1989): transição democrática, crise da dívida externa, inflação, luta pela apropriação da renda e fim do desenvolvimentismo. *In*: ARAUJO, V. L.; MATTOS, F. A. M. (Org.) **A economia brasileira de Getúlio a Dilma: novas interpretações**. São Paulo: Hucitec, 2021.
- PRATES, D. **Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa. 2002**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- PRATES, D. Panorama das economias emergentes: o efeito-contágio da crise. *In*: BIASOTO JR, G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. (Org.) **Panorama das economias Internacional e Brasileira - dinâmica e impactos da crise global**. São Paulo: FUNDAP, 2009
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. M. A vulnerabilidade externa em tempos de instabilidade: avaliando a liquidez e a solvência da economia brasileira entre 2007 e 2013. **Revista Economia e Tecnologia (RET)**, vol. 10 (3), p. 09-19, jul/set 2014.
- PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas. *In*: Bielschowsky, R. (Org). **Cinquenta anos de pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000, Vol. 1.
- RODRÍGUEZ, O. **O estruturalismo latino-americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.
- SUZIGAN, W. Política cambial brasileira, 1889-1945. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, 25 (3), p. 93-111, jul/set 1971.
- VAL, V. C.; LIBÂNIO, G. Liberalização versus vulnerabilidade: uma análise empírica da recente instabilidade financeira no Brasil a partir do índice de fragilidade externa. II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, **Anais...**, Setembro/2009.