

Pecado Original: uma análise e mensuração para o Brasil no Período: 1999 a 2006

Elena Soihet

Professora adjunta de economia do IM/UFRRJ

As recentes crises enfrentadas nos mercados emergentes nos anos 1990 mostraram que a combinação de dívida em moeda estrangeira e as crises cambiais podem ser explosivas. Os países que têm sua dívida atrelada à moeda “forte” são predominantemente aqueles menos desenvolvidos, situados na Ásia, África e na América Latina. Tais países não conseguem emitir seus bônus internacionalmente em sua própria moeda, o que dificulta suas estratégias de crescimento no médio e longo prazo. Para evitar o perigo de um câmbio subitamente elevado ou um período onde ocorra escassez de capital, há governos que simplesmente propõem um limite nos empréstimos externos. A literatura que discute esse tema é ampla e tem diversas teorias. Duas delas, a da intolerância da dívida e a do pecado original, procuram explicar o fenômeno ligado à instabilidade das economias emergentes e a dificuldade que esses países têm em refinar suas dívidas.

De acordo com Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), a hipótese do pecado original descreve a situação desvantajosa enfrentada por países que emitem moeda sem credibilidade internacional em relação àqueles países com moedas fortes ou conversíveis na moeda padrão. A incapacidade que um país tem em tomar emprestado no estrangeiro em sua própria moeda é comumente conhecida na literatura como pecado original¹. Essa teoria procura provar que apenas um seleto grupo de países é capaz de emitir bônus externo em sua própria moeda e enfoca a estrutura global do *portfolio* e do mercado financeiro internacional como solução para o pecado original (PO). Portanto, a redenção do PO não depende apenas da adoção de melhores políticas e reformas domésticas, está também fora do controle exclusivo dos países emergentes.

Para esses autores, a integração financeira não funcionou como prometido. Era suposto que ela estimularia o crescimento no mundo em desenvolvimento sendo um canal através do qual facilitaria a divisão do risco e também alocaria capital para economias emergentes. Ao invés disso, o fluxo de capitais privado continuou instável, sendo que para eles o pecado original está na raiz do problema. Assim, sugerem que a melhor maneira para escapar da instabilidade sistêmica para um grande grupo de países emergentes é através da

¹ Ao nos referirmos pecado original no sentido geral estamos descrevendo o pecado original internacional, pois é como comumente a literatura se refere ao tema.

criação de uma cesta de moeda, com um grande grupo de economias emergentes, objetivando uma diversificação de risco assim como redução da fragilidade financeira.

Nosso estudo buscou explicar o fenômeno relacionado à instabilidade das economias emergentes e os fatores que impedem o Brasil de conseguir circular seus bônus internacionalmente em sua própria moeda, ou contrair empréstimos domésticos de longo prazo, fato esse conhecido na literatura com pecado original internacional e doméstico. Ao contrário da teoria do pecado original, as teorias da intolerância da dívida liderada por Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) e a do descasamento de moedas, liderada por Goldstein e Turner (2004) privilegiam os fatores internos para explicar o pecado original. Ou seja, para eles o próprio país provocaria sua vulnerabilidade uma vez que haveria uma ausência de credibilidade devido à inflação elevada, à dívida excessiva e à reputação comprometida.

Nossa conclusão para o Brasil corrobora no sentido de que países pequenos, com pouca penetração de seu comércio e finanças, onde haja ausência de estabilidade macroeconômica, baixo nível de poupança e com elevada dívida, são aqueles que mais sofrem de pecado original doméstico. A interpretação para o caso brasileiro não é propriamente de tamanho no sentido exclusivo do PIB, deve ser no sentido da inserção do seu comércio e aceitação de sua moeda no mercado internacional. Ainda que o PIB brasileiro seja elevado, a inserção financeira e comercial do Brasil é menor que quando comparada a outros países emergentes especialmente os asiáticos; além disso, a aceitação do Real é limitada.

Nossa conclusão fundamental é a seguinte: é ingenuidade acreditar que apenas a falta de credibilidade, a má reputação ou a ineficiência da gestão da política macroeconômica tenham sido os principais determinantes da instabilidade financeira que acometeu as economias emergentes a partir dos anos 1990. Em nossa visão, não podemos nos ater apenas aos fenômenos estritamente ligados aos fundamentos econômicos – como, em geral, é a explicação do *mainstream*. Keynes nos ensinou que a ação do Estado através da política econômica é um ingrediente básico para o bom funcionamento de uma economia. Assim, o ativismo do Estado deve ser visto como um complemento indispensável para um saudável funcionamento dos mercados ao criar um ambiente que contribui para diminuir as incertezas e que reforça as expectativas positivas.