

# A Crise Financeira Russa

Bruno José Marques Pinto

Thaís Machado de Matos Vilela

Ursula Silveira Monteiro de Lima

## 1 - Introdução:

O objetivo deste *paper* é esclarecer, através de uma linha de raciocínio, o que gerou e o que foi a crise financeira da Rússia.

Para isso é preciso entender primeiro o que é uma crise financeira. Essa pode ser definida como um ataque especulativo a moeda de um determinado país. Isto pode resultar em uma forte desvalorização da moeda local e um possível não pagamento de suas dívidas. As crises financeiras costumam ser agravadas por crises em países vizinhos, porém o contágio só ocorre quando as economias destes países estão vulneráveis para tal fenômeno.

Um exemplo de crise financeira ocorreu na Rússia em 1998 e acabou por levar a uma desvalorização do rublo<sup>1</sup> e a um não pagamento dos serviços das dívidas interna e externa. Crises como a da Rússia, podem surgir devido a diversas condições adversas a economia como grandes déficits públicos e quantidades reduzidas de reservas internacionais.

A crise financeira ocorrida na Rússia caracterizou-se por aspectos peculiares advindos de sua história enquanto União Soviética, combinados ao processo de abertura política e econômica.

A união de fatores estruturais e conjunturais viria a deflagrar a crise, o que influenciaria a todos os mercados emergentes. Será objeto de estudo do presente trabalho as três etapas da crise, ou seja, seu princípio, seu auge e sua influência na própria Rússia e em alguns países que fizeram parte ex-URSS.

Para a abordagem deste tema serão utilizadas, além desta, quatro seções. Sendo a primeira responsável pelo panorama pré-crise evidenciando aspectos institucionais e econômicos. A segunda seção irá apresentar o colapso financeiro e as tentativas do governo russo de conter o mesmo. Por conseguinte, na terceira seção, abordaremos as conseqüências da crise nos panoramas político, social e econômico da Rússia, além de ressaltar as modificações, em âmbito econômico, nos países cuja ligação histórica com a Rússia mostra-se mais forte, ou seja, as ex-repúblicas soviéticas. Iremos, também nesta seção, fazer uma breve análise dos resultados da crise para o Brasil. Por fim, na conclusão ressaltaremos os aspectos mais importantes dessa crise que mudou o mundo.

---

<sup>1</sup> Unidade Monetária da Federação Russa

## **2 - Contexto:**

A partir de 1990 os países da Europa Oriental introduziram medidas de transição, isto é, as economias que antes tinham um planejamento centralizado procuravam adotar reformas mais próximas do sistema capitalista.

Na Rússia não foi diferente. O país fez uma ampla liberalização de preços e procurou transferir empresas estatais para agentes privados. A privatização foi feita dando aos gerentes e trabalhadores ações dessas empresas na esperança que esses as vendessem para agentes de fora do país. No entanto, não foi o que aconteceu dificultando, inclusive, a reestruturação, já que é difícil estabelecer uma estrutura de propriedade eficiente com vários pequenos acionistas.

Além disso, houve a incapacidade do estado russo de definir e implementar direitos de propriedade. Isso significa que um empreendedor não tem segurança sobre o que vai acontecer com os lucros dele, caso ele venha a ter, se o fornecedor irá honrar o contrato, assim ele não investe. E foi o que aconteceu. Em 1996, o investimento direto do exterior era menor que 1% do PIB.

Houve ainda queda no subsídio dado pelo governo às empresas para cobrir suas perdas. Isso seria algo positivo se as empresas tivessem pago os impostos.

A lógica da maioria das empresas não era a de lucrar, mas sim de conseguir algum tipo de transferência do Estado. Da mesma forma, existia uma disputa entre governo federal e governos regionais, resultado da união soviética, pois esses não repassavam parte das verbas recolhidas. Isso tudo, cada vez mais, enfraquecia, não só a estrutura fiscal, mas também a economia como um todo. Assim, o governo não tinha quase receitas, mas continuava tendo gastos o que gerava déficit no orçamento.

Por este motivo, diferentemente dos países que utilizam a arrecadação fiscal como forma de financiamento do déficit público, a Rússia precisou criar um mercado de títulos de curto prazo, os GKO. Vale ressaltar que como não tinha dinheiro para pagar o rendimento desses o Banco Central russo emitia mais títulos. Outro motivo para essa escolha foi o fato de que a política monetária expansionista, ou seja, a emissão de moeda para financiar o déficit, estava pressionando o câmbio.

Contudo, dada a situação da economia havia, para os compradores desses títulos, um grande risco de inadimplência envolvido. Logo, a única maneira de fazê-los comprar era aumentar a taxa de juros, porém o pagamento dessa aumentava ainda mais o déficit.

Ficou claro, então, para o mundo que a Rússia em algum momento não honraria seus compromissos.

Agravando esta situação em 1997 o preço dos *commodities* no mundo inteiro caiu. Isso significou, para a Rússia cuja pauta de exportação baseava-se, em grande parte, em matéria-prima, tais como petróleo e gás, uma queda no valor das exportações apesar da quantidade exportada ter aumentado. Ninguém sabia o quanto a situação iria deteriorar em termos de comércio e por quanto tempo duraria. Assim, as autoridades monetárias tinham duas opções: ou adotavam uma política de câmbio flutuante ou defendiam o rublo. Esta última foi a opção escolhida pelo governo russo com base em expectativas otimistas, isto é, acreditava-se que os preços voltariam a crescer dentre três a quatro meses e, portanto, no curto prazo seria possível manter a taxa fixa.

### **3 - Crise Financeira da Rússia de 1998**

Diante deste quadro<sup>2</sup> o Presidente Yeltsin demitiu o Primeiro-Ministro e nomeou Sergei Kerienko. Segundo ele, não havia motivo para o mercado declinar e que o governo russo estava em posições de cumprir com suas obrigações. Porém, a situação não melhorou muito. Grandes bancos russos estavam tendo dificuldade de honrar seus compromissos e a taxa de câmbio (rublo/dólar) no mercado paralelo estava valorizada já refletindo o inevitável. Assim, o dólar ficava cada vez mais escasso devido ao aumento de demanda por esse pelos próprios russos. Ao mesmo tempo, o capital dos investidores continuava a sair do país e em uma tentativa de reverter esta tendência e atrair novos investimentos o governo anunciou que iria privatizar 75% Rosneft, grande empresa de petróleo. No entanto, não houve nenhuma proposta de compra.

A crise era inevitável. Quando os mercados abriram na manhã do dia 16 de Agosto de 1998 muitos bancos estavam quebrados, o Banco Central era obrigado a gastar US\$ 4bilhões em pensões e salários já atrasados e US\$1bilhão por dia para manter a taxa de

---

<sup>2</sup> Tabela 1 em anexo

câmbio no valor de 6,2 por dólar. Isso porque, para evitar que a taxa de câmbio desvalorizasse era preciso aumentar ainda mais a taxa de juros. Assim, o governo russo preferiu deixar que o câmbio flutuasse flutuar entre 6,0 e 9,5 rublos por dólar. A consequência dessa medida foi uma depreciação de mais de 50% do rublo e a ultrapassagem desses limites.

Ao mesmo tempo, o governo russo declarou que era, juntamente com o Banco Central, incapaz de pagar suas dívidas. Sendo assim, foi declarada moratória de 90 dias ao pagamento da dívida externa contraída pelos bancos russos e suspendeu o pagamento dos títulos. Uma semana depois Sergei Kerienko foi dispensado. O presidente Yeltsin, então, instrui os membros do governo a continuarem trabalhando até que fosse formado um novo governo.

Assim, no dia 17 de Agosto o sistema de pagamentos russo estava “congelado”, as importações caíam cada vez mais apesar da moeda russa ter desvalorizado mais do que o esperado. Não foi suficiente a intervenção do BACEN que teve uma perda significativa de reservas. A economia estava em grave recessão. O PIB continuava a cair seguido pelo aumento da inflação e, também, da taxa de desemprego<sup>3</sup>, o volume diário de todas as ações transacionadas na bolsa de valores era de US\$2milhões sendo necessário fechá-la em diversas ocasiões.

Sendo assim, precisando de dinheiro urgentemente o Estado pede ajuda ao FMI que concorda em emprestá-lo US\$11,2 bilhões de dólares, mas exigiu uma melhora na arrecadação fiscal. Com base nisso, foi demitido o chefe da agência de arrecadação que foi substituído pelo ex-ministro de Finanças. Além disso, foi estabelecido um programa de redução de gastos no valor de US\$7 bilhões.

No entanto, a entrada desse dinheiro possibilitou que investidores russos e estrangeiros, que ainda não haviam saído, deixassem o mercado sem perder. Quando os primeiros US\$4,8bilhões foram liberados houve uma corrida para os bancos e depois para o “aeroporto”.

O rublo continuava desvalorizando chegando a valer 12,45: \$1 em 16 de Setembro. Além disso, notícias indicavam que desde 17 de Agosto 160.000 profissionais russos

---

<sup>3</sup> Em contradição com a Curva de Phillips original. A nova Curva de Phillips do modelo novo Keynesiano descreve uma relação entre a taxa de desemprego e a variação da taxa de inflação.

havia perdido seus empregos e que o BACEN iria imprimir moeda para aumentar a liquidez dos bancos russos “sobreviventes” para que esses pudessem pagar suas dívidas. A estratégia do Banco Central foi comprar títulos GKO desses bancos. Estima-se que foram acrescentados na oferta de moeda 3,2 bilhões de rublos. Dessa forma, o rublo desvalorizou ainda mais alcançando 16,38: \$1.

Desse modo, o colapso russo teve início devido a um choque externo, mas que foi “favorecido” por um sistema fiscal fraco e por uma política de atração do capital externo em um sistema financeiro vulnerável. O consumo privado freou por causa da repentina perda de depósitos e poupança e o investimento diminuía cada vez mais devido à saída de capital estrangeiro. Esta situação de instabilidade trouxe conseqüências não só para a Rússia, mas para o mundo inteiro.

#### **4 - Conseqüências:**

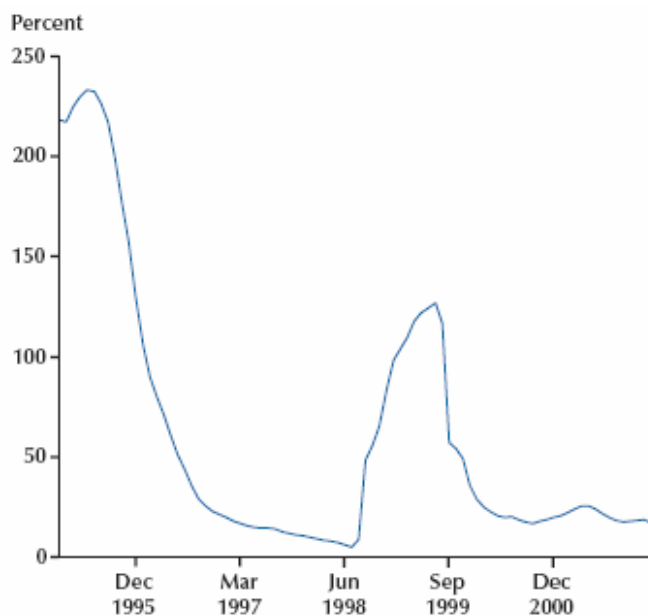
Na Rússia, a instabilidade política gerada pela crise financeira que prejudicaria a aprovação, pela DUMA (parlamento russo), de reformas que poderiam atenuar a crise, aliada a conversão unilateral da dívida de curto prazo em Rublos criou a desconfiança dos mercados financeiros. Isto, por sua vez, faria com que a assistência financeira para a Rússia cessasse, piorando, portanto, sua situação orçamentária.

Partindo da impossibilidade de refinarciar seu déficit público a Rússia recorreu a monetização da dívida, levando, junto a crescente desvalorização do Rublo, aos preços elevados dos importados e o pagamento de salários e pensões atrasados, a pressões inflacionárias que se manifestaram já nas primeiras semanas de setembro de 1998. (vide gráfico 1)

## Gráfico 1

### Inflação

Mudança percentual em relação ao ano anterior



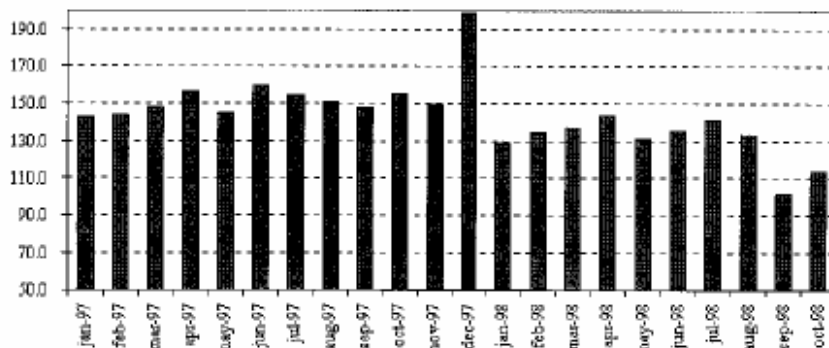
Fonte: IMF (International Monetary Fund)

A paralisia do setor bancário deveu-se a incapacidade destes de atender a demanda de seus depositantes, pois grande parte de seus ativos estava em T-bills do governo, os quais foram congelados pela moratória de noventa dias, o que causou o colapso no sistema de pagamentos. O referido colapso fez com que não só as empresas não pagassem seus funcionários e fornecedores, como também não permitiu que os indivíduos fizessem saques para uso diário.

Muitos bancos fecharam, fazendo com que houvesse a demissão de milhares de empregados, além disso, a insolvência dos bancos fez com que milhões de pessoas perdessem suas poupanças. Este arranjo causou o empobrecimento da classe média. (vide gráfico 2)

Gráfico 2

**Renda Real Per Capita (Jan 1992 = 100)**

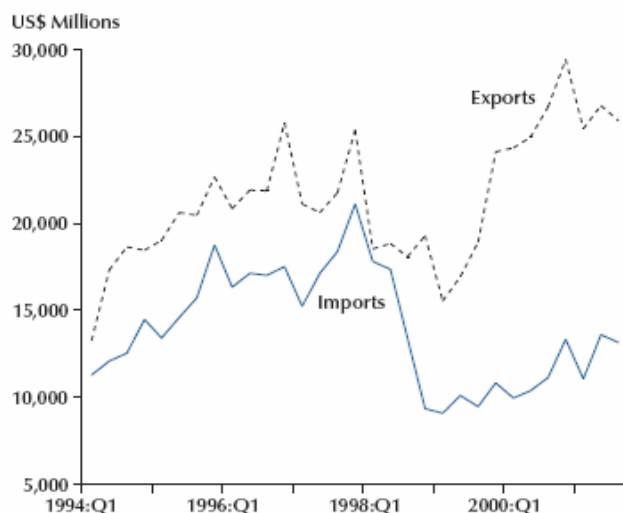


Fonte: Economic Expert Group

A desvalorização do Rublo causou o decréscimo nas importações, comparando-se setembro com agosto de 1998 estas caíram em 45%. Por outro lado, em virtude da composição da pauta de exportação russa, na qual as matérias primas ocupavam um lugar de destaque, sendo seus preços determinados no mercado mundial não apresentou crescimento. Cabe ressaltar que em virtude da diminuição da demanda por estes produtos, os preços das matérias primas exportadas pela Rússia (como por exemplo, petróleo) caiu. (vide gráfico 3)

Gráfico 3

**Importações e Exportações da Rússia**



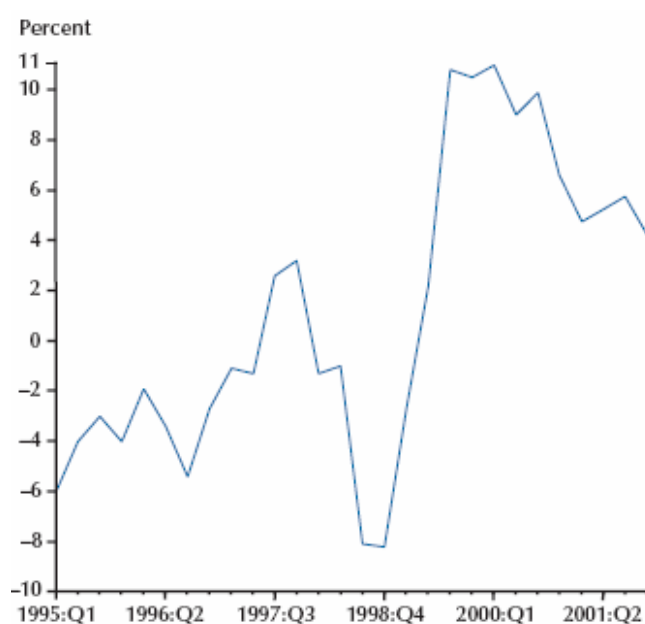
Fonte: CBR (Central Bank of Russia)



A queda do rendimento real veio acompanhada da diminuição do consumo e do investimento, aliado a isso, a prática de taxas de juros com valores proibitivos fazia com que houvesse a impossibilidade de empréstimo ao setor privado, desencorajando a formação de capital fixo, levando, portanto, à queda do crescimento econômico. (vide gráfico 4)

#### Gráfico 4

##### Crescimento do PIB Real



fonte: Russian Statistics Committee and International Bank for Reconstruction and Development staff estimates.

A referida instabilidade política não só atuaria na DUMA, como também ressaltaria o conflito existente entre governo central e províncias. Uma parte do problema fiscal enfrentado pela Rússia estaria na violação da Constituição Federal deste país, já que muitas regiões recusavam-se a repassar parte do que fora arrecadado para o Governo central.

A descentralização das regiões fazia com que os administradores das províncias tentassem barganhar acordos pouco, ou nada, transparentes com Moscou. Muitas dessas tinham criado um sistema fiscal autônomo da Federação.

Por conseguinte, a tensão entre 'centro e periferia' que fora aumentada, acenderia a discussão sobre o futuro da Federação na Rússia.

O declínio no padrão de vida, a inflação, problemas com impunidade e corrupção levaram à instabilidade social, que fomentou a desconfiança da população contra o Governo.

Nesse sentido, os grupos políticos que operavam na DUMA (parlamento russo) herdeiros do pensamento pró - URSS, com o propósito de fortalecerem-se politicamente, enfraquecendo Yeltsin, impediam as reformas necessárias para apaziguar a crise econômica e social na qual a Rússia se encontrava, denominando-se salvadores das massas sofredoras.

Havia-se, portanto, construído o cenário perfeito para que a liberalização da economia fosse contestada e a figura do 'Estado-Controlador' aparecesse, o que funcionava com uma alusão aos 'áureos' tempos sob domínio da União Soviética na qual nem a população encontrava-se desprotegida (tinha-se pagamento de pensões e salários em dia), muito menos a influência política era refreada, ou mesmo, tinha-se transparência quanto a consecução das políticas públicas.

- As Consequências da Crise no Mundo:

Os países que passavam pelo processo de transição estavam a criar e abrir novos mercados financeiros ao serem destino de um grande fluxo de capitais externos em busca de altos rendimentos tornavam-se, então, vulneráveis a choques financeiros externos. Aqueles que faziam parte da ex-URSS dispunham de uma estrutura institucional parecida com a da Rússia, e assim como os países emergentes, sofreram através do mercado financeiro o 'efeito contágio' da crise.

Houve a diminuição na demanda por títulos desses países em virtude da incerteza dos investidores quanto às condições econômicas nessa região. Pressões nas taxas de câmbio nominal, aumento do déficit fiscal e queda no nível das reservas destes foram registradas.

Após perderem grande parte de suas reservas defendendo seus respectivos câmbios os países tiveram suas taxas de câmbio nominal **desvalorizadas**, assim como o Tajiquistão que teve seu câmbio desvalorizado em 37% (comparando-se abril de 1999 com julho de 1998). Em países como o Kazaquistão e Tajiquistão o déficit fiscal aumentou 10% no primeiro e triplicou no último em 1998.

Com a crise, estes países perderam parte significativa do mercado consumidor de suas exportações, já que estas eram destinadas, em grande medida, para o mercado russo.

Os países emergentes e assim como aqueles que se encontravam em franco processo de abertura na década de noventa sofreram com a crise, através do ‘efeito contágio’ desta.

Dentre aqueles, encontrava-se o Brasil. Neste país a manutenção da âncora cambial era financiada pela captação de recursos externos. Este tipo de âncora foi adotado durante o plano de estabilização que implementou o Real como moeda a fim de ‘domar’ uma inflação de dois dígitos. Até o ano de 1994 havia grande disponibilidade de capitais, o que, naquele cenário, justificaria a escolha da âncora cambial.

Em 1997, o mercado de créditos já tinha se estabilizado quando ocorreu a crise Asiática encarecendo o crédito, isto viria a aumentar o déficit público, pois a âncora cambial continuou a ser mantida. No começo do ano de 1998 o mercado de capitais começava se normalizar quando em agosto do mesmo ano a crise russa foi deflagrada. O fluxo de capitais para os países emergentes diminuiu de modo a dificultar o financiamento da dívida destes.

Por ter sido 1998 um ano de eleições presidenciais no Brasil, a âncora cambial continuou a ser mantida, posto que nenhum ajuste fiscal seria bem vindo em tais circunstâncias políticas, o que viria a tornar o déficit ainda maior. Só em 1999, este país deixou de utilizar a âncora cambial.

## **5 - Conclusão:**

Alguns estudiosos como Alexashenko, 1999, argumentam que a crise russa em 1998 foi resultado de uma crise de endividamento que se desenvolveu devido a uma política fiscal fraca. Essa crise, por sua vez, teria gerado uma outra crise, a financeira. Segundo Alexashenko, a crise financeira não iria acontecer já que a política monetária adotada pelo Banco Central russo era austera.

De ponto de vista oposto, Montes e Popov, 1990, acreditam que a Rússia experimentou uma crise financeira por causa da política de câmbio. Para eles, a crise de endividamento foi resultado de erro das autoridades russas.

Portanto, percebe-se que não há consenso entre quais seriam as causas para a crise financeira da Rússia.

Apesar disso, procuramos apresentar neste trabalho um histórico da atividade econômica russa antes, durante e logo depois da crise. Assim, podemos ressaltar aqui alguns pontos importantes.

Primeiramente, o estopim da crise foi um choque externo inesperado que gerou uma queda nos termos de troca do país. Além disso, a prevalência de títulos de dívida doméstica de curto prazo deixava o governo russo dependente das decisões dos investidores para rolar a dívida.

As autoridades russas acreditavam inicialmente que o problema era gerado por falta de liquidez. Por esse motivo fazia-se necessário obter financiamento externo. Foi pedido, então, ajuda ao FMI.

Uma outra forma de combate à crise foi aumentando a taxa de juros. Na verdade, este aumento foi gerado pelo Banco Central para tornar a moeda mais atrativa, mas, também, houve um aumento gerado pela expectativa de depreciação do rublo.

Finalmente, temos que a crise financeira e de endividamento ocorreram de forma paralela. Os investidores aplicavam, e retiravam, seus recursos nestes dois mercados.

O fato é que quem não conseguiu prever a crise, ou sair dessa, perdeu...e muito. No caso dos donos dos títulos do governo russo, GKO, a perda total chegou a quase 90%. Isso sem mencionar a própria população russa. Aproximadamente 30% da população, ou seja, 40 milhões de pessoas, estavam abaixo do nível de subsistência. Como se isso não bastasse, havia um risco crescente de falta de comida durante o inverno.

Desse modo, diante desta situação o mundo mudou. Acreditava-se que um país grande como é o caso aqui que influencia diversos outros não entraria numa crise profunda porque o mundo não iria deixar. No entanto, não foi o que aconteceu deixando claro para todos, inclusive para o Brasil, que não haveria mais financiamento do déficit na conta corrente.

## Referências Bibliográficas:

Central Bank of Russian Federation (1998) *Main Macroeconomic Indicators in 1998*, Internet, homepage, <http://www.cbr.ru/eng/dp/macroec%5F98.htm>.

Central Bank of Russian Federation (1998), *Main Macroeconomic Indicators in 1994-97*, Internet, homepage, <http://www.cbr.ru/eng/dp/macroec%5F94%2D97.htm>.

Desai, Padma. "Why Did the Ruble Collapse in August 1998?" *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2000, 90(2), pp. 48-52.

Fisher, Stanley (1998) 'The Russian economy at the Start of 1998', *International Monetary Fund*, Internet, homepage, <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/010998.htm>

Gaddy, C.G. and Ickes, B.W. (1998) Beyond a Bailout to Face Reality About Russia's 'Virtual Economy', Internet, homepage, <http://www.brook.edu/fp/articles/gaddy/gaddick1.htm>

Gaidar, Yegor. "Lessons of the Russia Crisis for Transition Economies," [www.iet.ru](http://www.iet.ru) (February 1999).

Kharas, Homi; Pinto, Brian and Ulatov, Sergei. "An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals." *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001, 0(1), pp. 1-67.

Malleret, Thierry; Orlova, Natalia and Romanov, Vladimir. "What Loaded and Triggered the Russian Crisis?" *Post-Soviet Affairs*, April-June 1999, 15(2), pp. 107-29.

Mufson, Steven, and David Hoffman. "Russian Crash

Shows Signs of Globalization,” *Washington Post* (8 November 1998).

Paddock, Richard C. “Russia’s Financial Crisis Puts its Oligarchs on the Ropes,”  
*Los Angeles Times* (29 October 1998).

Popov, A. “Lessons of the Currency Crisis in Russia and in Other Countries.”  
*Problems of Economic Transition*, May 2000, 43(1), pp. 45-73.

“Russia’s Nightmare,” *The Economist* (5 September 1998).

United States Energy Information Administration (1998), *Russia Country Analysis Brief*,  
October, Internet, <http://www.eia.doe.gov/cabs/russia.html>.

Westin, Peter (1999), “The Domino Effect of the Russian Crisis” in  
*Russian Economic Trends*, volume 8, issue 4, 1999, pages 46-54.

## Anexo

|                                    | 1992  | 1993 | 1994  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|------------------------------------|-------|------|-------|------|------|------|------|
| Subsídio (em % do Pib)             | 10,4  | 3,0  | 1,8   | 1,3  | -    | -    | -    |
| Atraso no recolhimento do imposto  | -     | 1,7  | 2,5   | 3,5  | 10,0 | -    | -    |
| Déficit orçamentário (em % do PIB) | -21,6 | -7,4 | -10,4 | -5,7 | -8,2 | -7,5 | -9,0 |
| Inflação Anual                     | 2.506 | 840  | 204   | 128  | 22   | 11   | 190  |

Tabela 1 - Fonte: *transition Report*, EBRD, Novembro de 1997 e abril de 1998; *Economics of transition*, Novembro de 1998

