

VIVIANI HASSELMANN DE BASTOS

**CRISES CAMBIAIS OCORRIDAS NA DÉCADA DE 1990 E A AÇÃO DO
FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL**

CURITIBA

2007

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICAS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**CRISES CAMBIAIS OCORRIDAS NA DÉCADA DE 1990 E A AÇÃO DO
FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL**

Monografia apresentada como requisito parcial
à obtenção do grau de bacharel em Ciências
Econômicas, pela Universidade Federal do
Paraná.

Professor Orientador: Marcelo Luiz Curado

CURITIBA

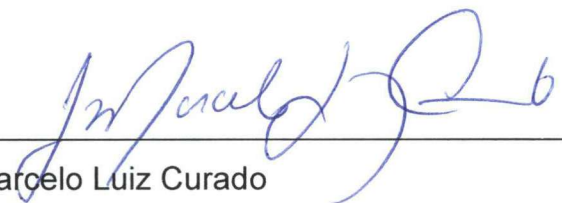
2007

TERMO DE APROVAÇÃO

VIVIANI HASSELMANN DE BASTOS

CRISES CAMBIAIS OCORRIDAS NA DÉCADA DE 1990 E A AÇÃO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

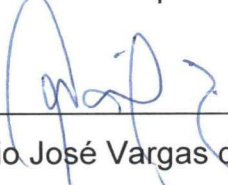
Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Econômicas, pela Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, mediante a seguinte banca examinadora:

Orientador: 

Marcelo Luiz Curado
Professor do Departamento de Economia da UFPR



Luciano Nakabashi
Professor do Departamento de Economia da UFPR



Marcio José Vargas da Cruz
Professor do Departamento de Economia da UFPR

CURITIBA
2007

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	vi
LISTA DE GRÁFICOS.....	vii
RESUMO.....	viii
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. DETERMINANTES TEÓRICOS DE CRISES CAMBIAIS.....	4
2.1 MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO	4
2.1.1 O Modelo de KRUGMAN (1979).....	5
2.1.2 O Modelo de FLOOD & MARION (1998).....	6
2.2 MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO	9
2.2.1 OBSTFELD (1994) e o Modelo de Crises Auto-Realizáveis	9
2.3 MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO	13
2.3.1 O Modelo de MISHKIN (1999).....	14
2.3.2 O Modelo de CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998)	16
2.3.3 Inflação de Ativos e Problemas de Contágio: os modelos de KRUGMAN (1998) e CALVO & MENDONZA (2000)	18
2.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	20
3 ADAPTAÇÃO DE MODELOS TEÓRICOS ÀS RECENTES CRISES CAMBIAIS	22
3.1 CAPACIDADE DE EXPLICAÇÃO DAS RECENTES CRISES CAMBIAIS DOS MODELOS DE PRIMEIRA E SEGUNDA GERAÇÃO	22
3.2 ADAPTAÇÃO DOS MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO ÀS CRISES CAMBIAIS OCORRIDAS NA DÉCADA DE 1990.....	25
3.3 ALGUMAS INTERPRETAÇÕES PARA A CRISE CAMBIAL BRASILEIRA	28
3.3.1 Rigidez de Ajuste na Balança Comercial, Demanda por Ativos Externos e suas Relações com os Movimentos de Capital	29
4 A AÇÃO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL NAS CRISES CAMBIAIS DA DÉCADA DE 1990.....	32
4.1 O FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL	32
4.2 MODELO DE ANÁLISE PADRÃO DO FMI – PRÉ ANOS 90.....	35
4.3 O FMI E AS CRISES GÊMEAS DOS ANOS 1990.....	37

4.3.1 A Crise do México, 1994.....	39
4.3.2 A Crise dos Países Asiáticos, 1997	42
4.3.3 A Crise Russa de 1998.....	52
4.3.4 A Crise Brasileira de 1999	54
4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
5. CONCLUSÃO.....	61
REFERÊNCIAS.....	63

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – VARIÁVEIS ECONÔMICAS RELEVANTES – MODELOS DE PRIMEIRA E SEGUNDA GERAÇÃO.....24

TABELA 2 – TAXA DE DESEMPREGO PARA ECONOMIAS SELECIONADAS.....25

TABELA 3 – RELAÇÃO PASSIVO EXTERNO / RESERVAS E CRÉDITO AO SETOR PÚBLICO / PIB.....26

TABELA 4 – PACOTES DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA.....43

TABELA 5 – TAXA DE JUROS, BASE MONETÁRIA E TAXA DE CÂMBIO.....46

TABELA 6 – INDICADORES ECONÔMICOS PARA AS ECONOMIAS SELECIONADAS.....48

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – TAXA DE CâMBIO SOMBRA.....8

GRÁFICO 2 – EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS: FUNÇÃO DE PARIDADE DA TAXA DE JUROS E FUNÇÃO REAÇÃO DO GOVERNO.....11

RESUMO

Este trabalho propõem-se a apresentar modelos teóricos que buscam explicar a ocorrência de crises cambiais e medir a capacidade de adaptação destes modelos às sucessivas crises cambiais ocorridas na década de 1990. Além disso, busca-se expor uma análise acerca das ações empreendidas pelo FMI na tentativa de reverter as crises. Procurou-se verificar as mudanças pelas quais as políticas do Fundo passaram para enfrentar a modalidade de crise que acometeu os países emergentes durante os anos 90.

Palavras-chave: crises cambiais, crises financeiras e de balanço de pagamentos, Fundo Monetário Internacional.

1. INTRODUÇÃO

A partir dos anos 90, verificou-se uma intensificação no comércio internacional e uma crescente movimentação de capitais financeiros. As taxas de juros, de câmbio e os preços dos ativos dos países estão cada vez mais inter-relacionados e, por isso, exercem significativa influência sobre a economia das nações. A crescente liberalização dos capitais financeiros favorecem o movimento destes recursos para onde forem melhor remunerados.

Após um período de intensa captação de recursos externos, que permitiu aos países emergentes uma certa estabilidade no nível de preços e o crescimento da atividade econômica, os países latino-americanos e do sudeste asiático foram surpreendidos pela reversão desta tendência, após o ataque especulativo contra o peso mexicano, em 1994. A partir de então uma sucessão de crises passou a acometer os países da Ásia, em 1997, a Rússia, em 1998, o Brasil, em 1999, e a Argentina, em 2001.

As recentes crises representaram um desafio para a economia moderna, pois evidenciaram que as análises desenvolvidas até então eram limitadas para tentar explicar seus determinantes. Este fato contribuiu para a crescente produção de trabalhos acadêmicos sobre o tema.

Os principais trabalhos desenvolvidos sobre o tema são os chamados modelos de primeira, segunda e terceira gerações. Os modelos de primeira geração, representados pelos trabalhos de KRUGMAN (1979) e FLOOD & MARION (1998), interpretam a ocorrência de crises cambiais como resultado de má condução da política macroeconômica, onde os déficits fiscais existentes são financiados pela expansão da base monetária.

Os modelos de segunda geração também consideram as crises cambiais como decorrentes de problemas na gestão de políticas macroeconômicas, porém diferenciam-se dos modelos de primeira geração por considerarem que o governo pode escolher pela manutenção ou não de uma determinada política, a partir de uma análise de custo-benefício social. Como exemplo desta literatura, tem-se o modelo apresentado por OBSTFELD (1994).

As recentes crises caracterizaram-se pela ocorrência de crise financeira combinada a crise de balanço de pagamentos. Constituindo-se em uma nova

modalidade, que foi chamada de crise gêmea (*twin crisis*). No desencadeamento destas crises, os desequilíbrios macroeconômicos, presentes nas análises de primeira e segunda geração, não se mostraram relevantes.

A terceira geração de modelos foi desenvolvida, apresentando uma explicação mais adaptável às recentes crises. Esta literatura considera as crises cambiais como decorrentes de crises financeiras, derivada de problemas gerados pela assimetria de informações. Como exemplo desta literatura, pode-se considerar os modelos de CORSETTI, PESETI & ROUBINI (1998), MISHKIN (1999) e KRUGMAN (1998). Representando a literatura de contágio destaca-se o trabalho de CALVO & MENDONZA (2000).

Os modelos de terceira geração consideram a liberalização dos mercados financeiros como responsável pela expansão do crédito, conduzindo a uma fragilização do sistema financeiro e aos ataques especulativos contra as moedas domésticas.

A ocorrência de crises financeiros combinadas a crises no balanço de pagamentos representaram um desafio não só para os gestores de política econômica, como também para as instituições que empenharam-se em reverter as crises, como o Fundo Monetário Internacional (FMI).

A principal dificuldade para as autoridades econômicas derivou do conflito entre as medidas para solucionar às crises financeira e de balanço de pagamentos. Para esta última as políticas apropriadas exigem mudanças na taxa de câmbio e restrição na política monetária e fiscal, enquanto que para a primeira faz-se necessário uma flexibilização da política monetária e a manutenção da taxa de câmbio nominal. As crises administradas pelo FMI, nos anos 70 e 80, restringiam-se a crises de balanço de pagamentos e por isso têm pouca relação com as recentes crises ocorridas nos países emergentes.

O objetivo deste trabalho é apresentar um breve revisão de alguns modelos teóricos de primeira, segunda e terceira gerações, buscando uma adaptação às crises ocorridas na década de 1990, nos países do sudeste asiático, México, Rússia e Brasil. Além disso, apresentar-se-á uma análise acerca das mudanças pelas quais os programas propostos pelo Fundo Monetário Internacional passaram, na tentativa de adequar-se a nova modalidade de crises.

Para tanto o trabalho será organizado em três capítulos, além desta Introdução. O primeiro capítulo apresentará as abordagens teóricas de primeira,

segunda e terceira gerações. O segundo capítulo apresentará em que medida os modelos teóricos adaptam-se às crises ocorridas na década de 1990 e apresentará um modelo que busca a interpretação das crises ocorridas na América Latina, na década de 1990, principalmente as crises mexicana (1994), e a brasileira (1999). O terceiro capítulo apresentará inicialmente um histórico acerca da criação do FMI, depois o modelo padrão de interpretação de crises utilizado pela instituição até o final da década de 1980 e, finalmente, uma análise sobre as ações empreendidas pelo Fundo nas economias dos países asiáticos, no México, na Rússia e no Brasil.

2. DETERMINANTES TEÓRICOS DAS CRISES CAMBIAIS

A seguir apresenta-se uma breve análise de modelos teóricos que visam explicar a ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos. Para tanto, serão apresentados alguns modelos de primeira, segunda e terceira gerações.

A presente seção tem por objetivo expor algumas informações básicas acerca dos modelos de primeira, segunda e terceira geração. Esta explanação será baseada na organização apresentada por CURADO (2001).

2.1 MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO

Segundo DENARDIN (2002), a literatura de primeira geração teve base no trabalho elaborado pelos autores Salant e Henderson, em 1978, acerca dos esquemas de estabilização dos preços de *commodities*. Neste trabalho, o tema central era o comportamento dos estoques de *commodities* ao se estabelecerem preços fixos.

Inicialmente, a fixação de preços permitiria que as agências reguladoras adquirissem um significativo estoque de *commodities*, porém mantendo-se o esquema de fixação de preços, os estoques serão exauridos e a fixação não poderá ser mantida por muito tempo.

Utilizando esta lógica, outros pesquisadores buscaram explicar ataques contra moedas de países onde vigorava a política de câmbio fixo. Como exemplo temos o modelo de KRUGMAN (1979) e o modelo de FLOOD & MARION (1998).

Os modelos de primeira geração supõem que todas as informações referentes ao mercado financeiro são conhecidas por todos os agentes participantes deste mercado, e concluem que as crises cambiais são fruto de uma inconsistência na condução de políticas macroeconômica. De acordo com estes modelos o que gera o ataque especulativo é a existência de déficits públicos financiados por emissões de moeda, gerando inflação.

2.1.1 O Modelo de KRUGMAN (1979)

Segundo o modelo proposto por KRUGMAN (1979), a crise decorre de uma combinação entre taxa de câmbio fixa e déficit público financiado através de expansão monetária.

De acordo com CURADO (2001), o modelo de KRUGMAN (1979) apresenta as seguintes hipóteses:

1. Vigência da paridade do poder de compra (PPC), garantindo preços internos iguais aos externos, ajustados pela taxa de câmbio;
2. Perfeita flexibilidade de preços e salários, garantindo pleno emprego dos fatores de produção;
3. Os agentes podem alocar suas riquezas em moeda local e estrangeira;
4. Os preços são uma função direta da oferta monetária, conforme a Teoria Quantitativa da Moeda;
5. Os déficits do governo são financiados através de emissão monetária;
6. Há previsibilidade perfeita sobre as expectativas sobre a taxa de inflação;
7. A ocorrência de déficits implica, obrigatoriamente, a elevação da oferta monetária.

Em uma economia que esteja operando sob o regime de taxas de câmbio fixas, onde o governo se submeta a crescentes déficits fiscais, financiados, exclusivamente, pela expansão monetária, os agentes manterão parte de seus recursos em moeda doméstica enquanto outra parte será trocada por moeda estrangeira.

A expansão da oferta monetária tende a elevar o nível de preços e com isso, graças a antecipação do comportamento da taxa de inflação por parte dos agentes, estes elevarão a demanda por moeda estrangeira, implicando num processo contínuo de redução das reservas de moeda estrangeira no país.

Desta forma torna-se claro para os agentes econômicos que a manutenção da taxa de câmbio fixa é impossível, dada a existência de um montante limitado de reservas em moeda estrangeira.

2.1.2 O Modelo de FLOOD & MARION (1998)

O modelo apresentado por FLOOD & MARION (1998) é um modelo básico de primeira geração construído para uma pequena economia aberta que opera sob o regime de câmbio fixo e, segundo apresentado por CURADO(2001), pode ser definido pelas seguintes equações:

$$m - p = -\alpha i, \alpha > 0 \quad (1)$$

$$m = d + r \quad (2)$$

$$p = p^* + s \quad (3)$$

$$i = i^* + s' \quad (4)$$

Onde a equação (1) representa o equilíbrio no mercado monetário doméstico (sendo m : oferta monetária, p : nível de preços domésticos, i : nível da taxa de juros doméstica); a equação (2) apresenta a identidade de equilíbrio entre oferta monetária e ativos da autoridade monetária (d : volume de crédito doméstico e r : volume de reservas internacionais); a equação (3) mostra o comportamento dos preços de acordo com a hipótese da PPC (p^* : taxa de preços internacionais e s : taxa de câmbio); e finalmente a equação (4) demonstra o comportamento da taxa de juros de acordo com a hipótese da paridade não coberta da taxa de juros (i^* : taxa de juros externa e s' : mudança esperada na taxa de câmbio). Todas as variáveis, exceto a taxa de juros, são expressas em logaritmos.

Aceita-se ainda como hipóteses que existe perfeita previsibilidade, com taxa de câmbio fixa ($s'=0$ e $i=i^*$), a taxa de juros e os preços externos são constantes e os déficits públicos são financiados pela expansão monetária a uma taxa constante.

Substituindo-se (2), (3) e (4) em (1), têm-se:

$$r + d - p^* - s = \alpha (i) \quad (5)$$

A equação (5) mostra que, considerando-se taxa de câmbio, preços e taxa de juros externos constantes, o volume de crédito crescerá a uma taxa igual ao decréscimo do volume de reservas. Nestas condições, a redução das reservas está intimamente ligada a incompatibilidade da manutenção de déficits públicos

financiados pela expansão do crédito em ambientes operando com taxa de câmbio fixa.

Ao longo do tempo, a economia estaria perdendo reservas e o governo seria forçado a abandonar o regime de câmbio fixo. FLOOD & MARION (1998) observam que esta redução das reservas não ocorre de maneira gradual, mas sim de forma drástica.

Para determinar o momento do ataque especulativo, introduz-se o conceito da taxa de câmbio sombra (shadow exchange rate):

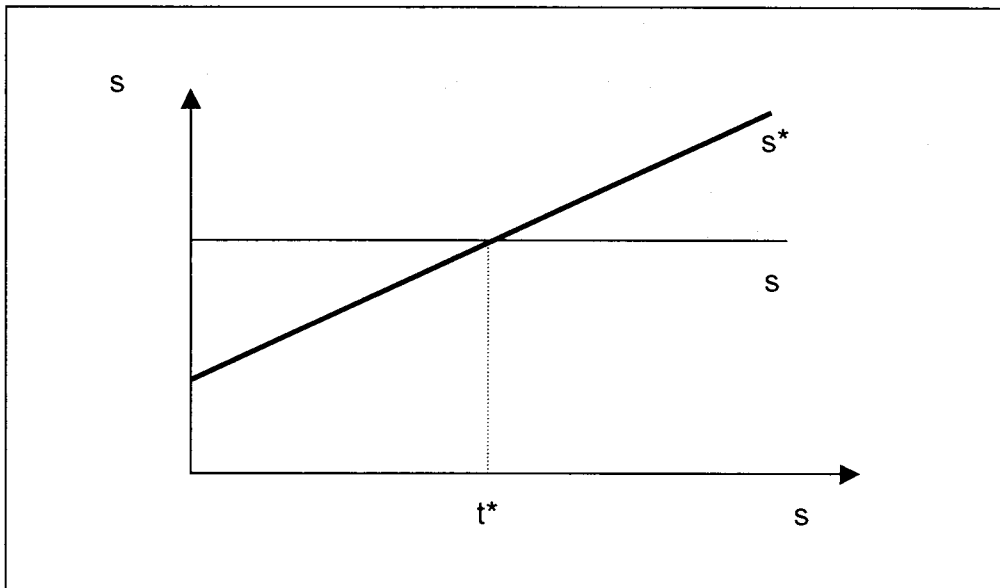
“...which is defined to be the floating exchange rate that would prevail if speculators purchase the remaining government reserves committed to the fixed rate and the government refrains from foreign exchange market intervention thereafter.”(FLOOD & MARION, 1998, p.5)

De acordo com FLOOD & MARION (1998), o exato momento em que ocorre o ataque especulativo contra a moeda doméstica apresenta-se no ponto em que a taxa de câmbio sombra se iguale a taxa de câmbio fixa mantida pelo governo.

O conceito de “*shadow floating rate*” é extremamente importante para avaliar os lucros que poderão ser obtidos pelos especuladores no momento da crise, pois reflete o preço pelo qual os especuladores poderão vender as reservas internacionais adquiridas. Quando a “*shadow floating rate*” for superior a taxa de câmbio fixada têm-se oportunidade de se obter lucro com a venda de moeda estrangeira. Esta situação poderá ser observada no Gráfico 1.

Quando a taxa fixa for maior que a “taxa de câmbio sombra”, ponto a esquerda de t^* , os especuladores forçarão o limite mínimo de reservas buscando antecipar o regime de câmbio flutuante. Em qualquer ponto a direita de t^* , com a “taxa de câmbio sombra” acima da taxa fixa, os especuladores conseguirão lucros.

GRÁFICO 1 – TAXA DE CÂMBIO SOMBRA



Fonte: FLOOD & MARION (1998)

A taxa que equilibra o mercado monetário após o ataque é definida por:

$$d - s_{\text{sombra}} = -\alpha (s_{\text{sombra}}) \quad (6)$$

A taxa que soluciona (6) é dada por:

$$S_{\text{sombra}} = \alpha \mu + d \quad (7)$$

A antecipação de ganhos de capital com a compra de reservas, sempre que $s_{\text{sombra}} > s$ no momento pré- crise, é o elemento crucial na determinação do “timing” em que a crise se deflagrará.

Desta forma, assim como no modelo de KRUGMAN (1979), o ataque especulativo é fruto da inconsistência da execução da política macroeconômica, onde o governo mantém déficits financiados por expansão monetária em um contexto de câmbio fixo. Assim, o ataque ocorrerá em função do comportamento dos demais agentes dotados de perfeitas informações, frente ao movimento das reservas internacionais.

Existem várias críticas dirigidas aos modelos de primeira geração. Como observa CURADO (2001), uma das críticas refere-se a diferença de comportamento e capacidade de absorção de informações entre os agentes que atuam no mercado

de câmbio e o governo. Este último erra sistematicamente na condução da política econômica mantendo déficits financiados pela expansão monetária, enquanto os agentes têm a habilidade de antecipar corretamente todos os eventos econômicos relevantes. Uma segunda crítica é relacionada ao fato de que os modelos canônicos não apresentam sustentação empírica para explicar as recentes crises financeiras.

2.2 MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO

Os modelos de segunda geração também interpretam a ocorrência de crises cambiais como decorridas de má condução da política macroeconômica pelos governantes. Como exemplo será apresentado o trabalho de OBSTFELD (1994), que se distingue do modelo de KRUGMAN (1979) por apresentar uma concepção diferenciada da condução da política econômica. Neste caso o governo (*policy makers*) poderá escolher por manter ou não o regime de taxa de câmbio fixa, visando uma análise de custo-benefício social. O autor apresenta dois modelos de geração de crises.

2.2.1 OBSTFELD (1994) e o Modelo de Crises Auto-Realizáveis

No primeiro modelo apresentado por OBSTFELD (1994), a geração de crise é decorrente do crescimento de custos do serviço da dívida pública e o concomitante enfraquecimento do equilíbrio fiscal da economia. Este modelo parte da construção da estrutura de receitas e obrigações do governo, num contexto de livre mobilidade de capitais e onde os agentes são dotados de perfeita informação sobre os eventos econômicos.

As receitas são compostas de recursos obtidos no mercado financeiro, receitas fiscais e da variação da base monetária. As obrigações são formadas pela dívida pública e os gastos correntes do governo. A partir da igualdade entre receita e obrigações define-se a restrição fiscal do governo.

O principal objetivo do governo é controlar o comportamento dos impostos, da inflação e da taxa cambial, que é uma variável de controle básica dada a hipótese de sua relação direta com a variação de preços. As variáveis a serem controladas definem a função objetivo do governo.

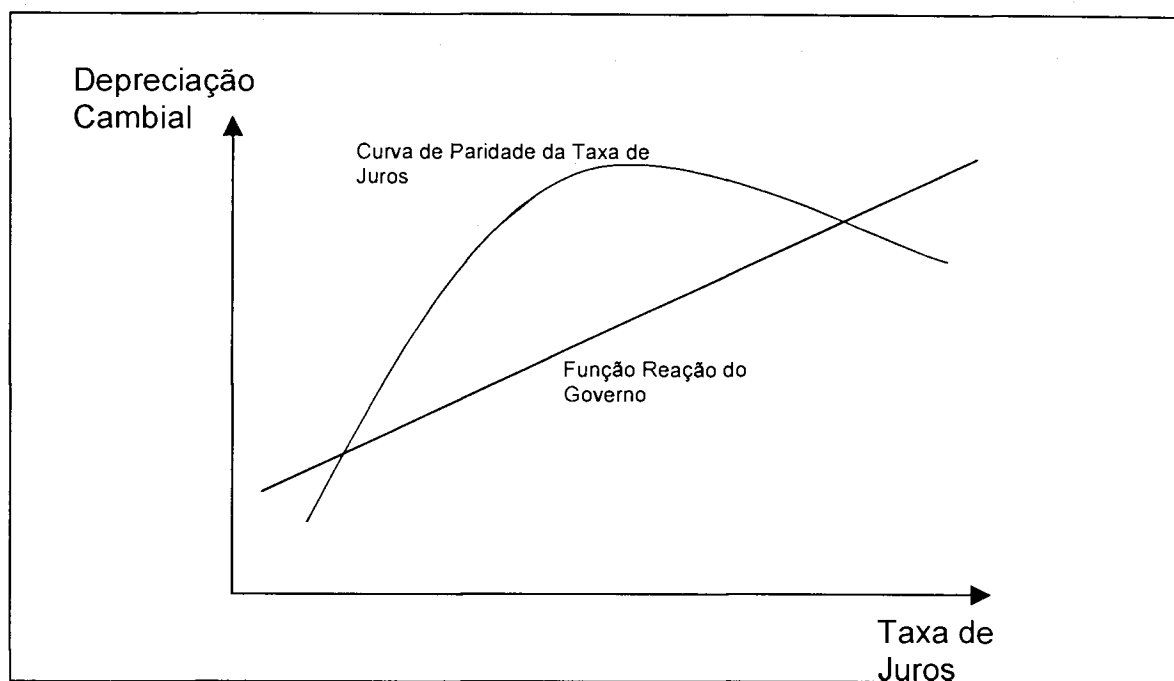
A análise do comportamento do governo diante da sua função objetivo ocorre, segundo CURADO (2001), considerando-se dois pontos: a) A relação direta entre a taxa de juros nominal e o crescimento temporal das obrigações do governo, sendo tanto maior quanto maior o nível de endividamento; e b) o papel positivo da depreciação cambial sobre a estrutura de receitas e obrigações do governo em função do processo de “inflation tax base”

O governo irá definir, a cada período, a taxa de câmbio e o nível de impostos que minimizam a função objetivo. A condição inicial é que o custo marginal da depreciação se iguale ao custo marginal da ampliação dos impostos. Porém, conforme o trabalho busca demonstrar, o custo de manutenção da taxa de câmbio é crescente comparativamente ao comportamento da taxa de juros nominal. Este fato levará o governo a abandonar o regime de câmbio fixo, ou promoverá um ataque especulativo contra a moeda, decorrente da antecipação pelos agentes econômicos deste abandono.

A demonstração se realiza a partir das seguintes definições, que poderão ser observadas no Gráfico 2:

1. Curva de paridade de taxa de juros, que exhibe as combinações de taxa de juros nominal e expectativa de desvalorização cambial. Apresenta inclinação positiva, revelando que para expectativas de desvalorizações crescentes estarão associadas taxas de juros nominais crescentes, mantendo, desta forma, a igualdade entre taxas de juros interna e externa num ambiente de perfeita mobilidade de capital;
2. Função de reação de uma depreciação cambial por parte do governo, que demonstra a taxa de câmbio que será escolhida pelo governo tendo em vista a taxa de juros nominal. Apresenta também inclinação positiva, devido a hipótese de que maiores taxas de juros aumentam o grau de endividamento do governo, estimulando a desvalorização cambial.

GRÁFICO 2 – EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS: FUNÇÃO DE PARIDADE DA TAXA DE JUROS E FUNÇÃO REAÇÃO DO GOVERNO



Fonte: OBSTFELD, 1994

As interseções entre as curvas fornecem os equilíbrios entre a taxa de juros e a desvalorização cambial esperadas pelo governo e pelo mercado. O modelo oferece equilíbrios múltiplos e é provável que o governo busque o patamar mais baixo, buscando minimizar a inflação e os impostos. Porém o governo não tem como assegurar este patamar, visto que é incapaz de controlar a determinação de uma taxa de juros mais baixa no mercado de títulos.

Desta forma, basta que os agentes esperem uma desvalorização maior do que aquela sinalizada pelo governo para que o equilíbrio num nível mais alto seja alcançado e que um ataque especulativo seja desencadeado.

As taxas de juros nominais crescentes implicam num crescimento das obrigações do governo, que resultam num custo crescente da manutenção das taxas cambiais, considerando que a desvalorização cambial impactaria a estrutura de receitas/obrigações do governo, torna-se insustentável o regime de câmbio fixo, porque o custo de manutenção seria comparativamente maior ao custo de abandono do regime, que será tanto mais rápido quanto maior o grau de endividamento do governo.

O modelo de OBSTFELD (1994) gera a possibilidade de um ataque especulativo auto-realizável, pois gera dois pares de taxas de juro e depreciação cambial de equilíbrio. O governo dá preferência aos pares mais baixos, no entanto nada garante aos agentes que de fato a depreciação cambial permanecerá neste nível, então o simples fato de os agentes esperarem o abandono do regime de câmbio fixo e a depreciação cambial, poderia desencadear um ataque especulativo.

No segundo modelo apresentado, a geração de crises decorre da perda da competitividade externa e elevação das taxas de desemprego, por isso o custo social da manutenção do regime é medido em termos do desemprego e redução da competitividade externa. Na medida em que o custo de manutenção do regime é crescente, a expectativa dos agentes de que o governo abandonará este regime torna-se também crescente. Assim, o mesmo raciocínio utilizado no primeiro modelo poderá ser aplicado.

De acordo com OBSTFELD (1994), os *policy makers* têm à disposição diversos instrumentos para defesa da taxa de câmbio, como empréstimos em reservas estrangeiras, aumento da taxa de juros, imposição de apertos e controles sobre o câmbio, entre outros. Estes instrumentos podem vir a apresentar bons resultados, porém podem ter custos sociais elevados. Assim, os governos deverão fazer um balanceamento entre os custos e os benefícios oriundos da defesa da paridade cambial.

Qualquer evento que faça os agentes acreditarem que o governo apresente-se vulnerável, em virtude de um insucesso na manutenção da política cambial, poderá desencadear o ataque. Desta forma, se o governo resistir em uma análise custo-benefício ao determinar as políticas que deverão ser seguidas, o pessimismo tomará conta das expectativas dos agentes, e uma crise auto-realizável torna-se iminente.

Comparando-se o modelo de OBSTFELD (1994) aos modelos canônicos observa-se um avanço no sentido de que o governo passa a ter a possibilidade de escolha entre a manutenção ou não da política cambial, perdendo o caráter mecânico do modelo de KRUGMAN (1979). Outro avanço é que, neste modelo, torna-se possível a ocorrência de ataques auto-realizáveis, dada a existência de equilíbrios múltiplos. Não obstante estes avanços, este modelo, da mesma forma que os modelos canônicos, não se adaptam às recentes crises ocorridas.

2.3 MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO

Como apresentado na seção anterior, os modelos de primeira e segunda geração interpretam a ocorrência de crises cambiais como derivadas de problemas na condução da política macroeconômica. Segundo os modelos canônicos, uma economia que apresenta déficits financiados pela expansão da base monetária, em regime de câmbio fixo, sofrerá um ataque especulativo em função do comportamento dos demais agentes. Estes modelos assumem que o governo insiste na manutenção da política econômica e que os demais agentes são capazes de antecipar corretamente todos os eventos relevantes, desencadeando a crise.

Os modelos de segunda geração, apesar de apresentarem suas análises baseadas em elementos macroeconômicos, trouxeram um avanço: nestes modelos o governo tem a possibilidade de decidir pela manutenção ou não da política econômica com base em uma análise de custo-benefício.

Os modelos de terceira geração incluem elementos microeconômicos para interpretação das crises. Estes modelos admitem o desencadeamento de crises cambiais a partir de uma crise financeira derivada da existência de assimetria de informações. Como exemplo, serão brevemente apresentados os seguintes estudos: MISHKIN (1999), CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998), KRUGMAN (1998) e CALVO & MENDONZA (2000).

A hipótese básica dos modelos de terceira geração é a existência de assimetria de informações, que ocorre quando uma das partes de uma transação econômica possui menos informações que as demais.

Segundo CURADO (2001), a assimetria de informações resulta em três fenômenos:

1. Seleção adversa: Problema que ocorre quando os tomadores de crédito detêm maiores informações sobre sua capacidade de pagamento do que os emprestadores. Os emprestadores farão a seleção dos tomadores por meio da taxa de juros, que em geral, será superior a que deveria ser paga pelos bons tomadores e inferior àquela que deveria ser paga pelos tomadores de menor qualidade. Desta forma, os bons tomadores não tomarão empréstimos, enquanto que os maus tomadores serão

incentivados a fazê-lo, resultando num processo de seleção adversa e como consequência numa alocação ineficiente de recursos.

2. Risco moral: ocorre quando uma das partes da transação é capaz de transferir custos para outras partes envolvidas no momento da formalização das relações econômicas. Quando os investidores estão cientes de que seus investimentos estão protegidos pelas autoridades, sentem-se seguros em realizar operações de risco elevado, pois estarão eliminando os riscos de perdas.
3. Comportamento de manada: A ocorrência de assimetria de informações fará com que os agentes menos informados sigam as decisões de outros considerados mais informados.

Estabelecidas estas considerações, apresentam-se alguns exemplos de literatura de terceira geração, onde são abordadas as consequências geradas pelos problemas de assimetria de informações.

2.3.1 O Modelo de MISHKIN (1999)

O modelo de crise apresentado por MISHKIN (1999) considera a assimetria de informações e os problemas por ela gerados os principais obstáculos para o funcionamento eficiente do mercado financeiro e os determinantes das recentes crises financeiras e cambiais ocorridas.

MISHKIN (1999) considera a liberalização financeira dos anos 90 o fator principal para a geração dos problemas que desencadearam as crises nos países asiáticos, pois a expansão do crédito verificada concentrou-se em empréstimos de alto risco.

Segundo o modelo, existem duas razões para a excessiva exposição do sistema financeiro ao risco. A primeira delas diz respeito ao fato de que as instituições bancárias não puderam aumentar o capital empresarial tão rapidamente quanto o crescimento de empréstimos, de forma que os gestores do sistema perderam a capacidade de avaliar apropriadamente o risco. Outra razão está ligada ao fato de que os sistemas de regulamentação e supervisão dos bancos centrais

dos países emergentes não estão adequados a uma economia financeiramente liberalizada.

A expansão de crédito com elevado risco causou uma ampliação das perdas das instituições, que acreditavam estar protegidas pelo governo, deteriorando suas estruturas de balanço. De acordo com MISHKIN (1999), esta deterioração desencadeou as crises financeiras nas economias asiáticas de duas formas. Inicialmente, a fragilização das estruturas de balanço fez com que algumas instituições reduzissem o volume de empréstimos, inviabilizando a rolagem das dívidas passadas e conduzindo alguns bancos à insolvência. Além disso, a fragilização aumentou a possibilidade de ocorrência de crises cambiais, visto que com a estrutura de balanços das instituições fragilizadas, os agentes deixam de acreditar na capacidade dos bancos centrais em elevar as taxas de juros para manter o câmbio.

Desta forma, estabelece-se o vínculo entre crise financeira e crise cambial, acrescentando-se que a crise cambial acaba por agravar a crise financeira. Segundo MISHKIN (1999) esta dinâmica se dá através de três situações:

1. As empresas domésticas dispõem de contratos de dívidas em moedas estrangeiras, assim, com a desvalorização cambial, a dívida das empresas em moeda nacional aumenta e considerando que seus ativos também estão denominados em moeda nacional, não há aumento em seus valores, resultando na deterioração de seus demonstrativos contábeis (aumentando a relação dívida/ativo) e no declínio do patrimônio líquido;
2. Outro mecanismo está relacionado com o fato de que desvalorizações podem causar um aumento na taxa de inflação. Aumentando a inflação esperada os juros também deverão ser maiores. Desta forma, o pagamento maior de juros levará ao enfraquecimento dos fluxos de caixa das empresas e também de seus demonstrativos contábeis;
3. Por fim, as desvalorizações da moeda nacional deterioram os demonstrativos contábeis dos bancos. Seu passivo será deteriorado, pois nos países emergentes, os bancos possuem muitas obrigações denominadas em moeda estrangeira que, com a desvalorização, aumentam em moeda nacional. Por outro lado, seus ativos também são

deteriorados pela perda nos empréstimos bancários, devido a inadimplência das empresas e consumidores. Como resultado, os demonstrativos dos bancos são congelados e seu patrimônio líquido acaba diminuindo.

Outro problema é que grande parte das dívidas denominadas em moeda estrangeira são de curtíssimo prazo e aumentos no valor dessas dívidas geram problemas de liquidez acompanhados pela contração na concessão de empréstimos.

Um ponto fundamental dos modelos de terceira geração é sintetizado por MISHKIN (1999) quando este sugere que a ocorrência de ataques especulativos estão diretamente ligados à ocorrência de uma crise financeira, acrescentando que a crise cambial agrava ainda mais a crise financeira.

2.3.2 O Modelo de CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998)

No trabalho elaborado por CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998), a crise é estreitamente ligada à ocorrência de uma crise financeira, surgida de problemas de assimetria de informações num contexto em que as economias em desenvolvimento ampliam seu endividamento externo, aumentando o fluxo de capital recebido de outros países.

De acordo com CURADO (2001), o modelo é construído para uma economia pequena, aberta e especializada na produção de um único bem. A função de produção é do tipo *Cobb-Douglas*, onde a tecnologia é fruto de um processo estocástico. O mercado de ativos é incompleto e segmentado, onde apenas uma parcela dos agentes, a elite, tem acesso ao mercado de ativos, enquanto que o resto do país não possui ativos. A elite toma empréstimos no exterior e vende capital para as firmas nacionais. Assume-se que o estoque de capital nacional é inteiramente financiado por empréstimos externos.

Se o estoque de dívidas contraídas pela elite for superior ao seu estoque de capital, a viabilidade da economia somente existirá enquanto os credores externos estiverem dispostos a rolar as dívidas, permitindo a continuidade do processo de endividamento. Enquanto os agentes acreditarem em garantias públicas para os

empréstimos, as firmas continuarão refinanciando suas perdas, pois não terão incentivos para contabilizar seus prejuízos e ajustar o estoque de capital ao nível ótimo. Este processo caracteriza a geração de sobre-investimento em função da ocorrência de risco moral.

Os credores externos refinanciarão as firmas domésticas enquanto o estoque oficial de reservas permanecer acima de um nível mínimo, dado como uma fração da dívida, processo conhecido como “*show me the money constraint*”.

Neste cenário, a crise financeira será desencadeada no momento em que o montante de dívidas ultrapassar o limite mínimo estabelecido para o estoque de reservas, exigidos como garantia pelos credores internacionais.

Como nos demais modelos de terceira geração, o modelo apresentado por CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998), analisa a crise cambial como um fenômeno diretamente associado a uma crise financeira, porém, neste caso, a crise a cambial apresenta-se, ao mesmo tempo, como causa e consequência da crise financeira.

De acordo com CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998), quando o montante de dívidas do governo superar o volume de suas receitas existirão duas alternativas: poderá haver um ajuste fiscal para que o orçamento existente absorva o aumento da dívida, eliminando as expectativas de expansão do estoque de moedas; ou o governo pode optar por não realizar o ajuste fiscal, então o aumento da dívida criará expectativas de crescimento do estoque monetário e, consequentemente, expectativas de inflação.

A expectativa de expansão monetária gera a antecipação de um processo inflacionário, estimulando a demanda por ativos externos, visto que os agentes antecipam a desvalorização da moeda local. Desta forma, a crise financeira gera a crise cambial, que acentua ainda mais a primeira, na medida em que o ataque especulativo reduz o volume de reservas em moeda estrangeira em poder do governo.

Mais uma vez, a crise cambial aparece como um fenômeno estreitamente associado a uma crise financeira a partir da distribuição assimétrica das informações e os problemas gerados por ela.

2.3.3 Inflação de Ativos e Problemas de Contágio: os modelos de KRUGMAN (1998) e CALVO & MENDONZA (2000)

Outros modelos de grande importância nesta nova geração são os trabalhos apresentados por KRUGMAN (1998) e por CALVO & MENDONZA (2000), que serão apresentados nesta seção.

Para KRUGMAN (1998), as variáveis econômicas relevantes para o entendimento da crise não se encontram na esfera das variáveis macroeconômicas de política fiscal, cambial e monetária. Segundo o autor, o fato econômico relevante para o entendimento da crise encontra-se no processo de inflação de ativos, principalmente no mercado acionário e imobiliário.

Segundo o autor, a taxa de retorno considerada pelos intermediários financeiros ao executarem seus investimentos, a chamada taxa de retorno “*Pangloss*”, é sempre mais elevada que a taxa de retorno realmente proporcionada pelos investidores, isso porque os resultados realmente importantes para os investidores são os que excedem a taxa de retorno mínima, dado que eles percebem as garantias do governo. Assim, o risco moral favorecendo o comportamento arriscado dos bancos, tende a incentivar investimentos em excesso¹.

De acordo com ANDRADE & SILVA (1999):

“... o *moral hazard* eleva a eficiência marginal do capital, levada em conta pelos bancos – a chamada taxa de retorno *Pangloss*. Em consequência, mesmo projetos de investimento que não apresentem valor presente positivo poderão se tornar passíveis de financiamento. Assim, este cenário pode resultar em investimentos e má alocação de recursos vis-à-vis as condições de equilíbrio com efeitos temporários e/ou permanentes.” (ANDRADE & SILVA 1999, p. 321)

Segundo KRUGMAN (1998), o problema inicia com os intermediários financeiros, que acreditam estar garantidos pelo governo, mas que na realidade são desregulados e sujeitos a graves problemas de risco moral. O excesso de empréstimos arriscados gera inflação nos preços dos ativos. O sobrepreço dos ativos é sustentado por um processo circular, onde a proliferação de empréstimos de

¹KRUGMAN (1998) adota por hipótese, que os proprietários de instituições financeiras só aplicam recursos de terceiros e que podem sair das instituições sem nenhum ônus pessoal.

elevado risco causou a elevação dos preços dos ativos arriscados, demonstrando as condições financeiras dos intermediários mais saudáveis do que eram. Quando a bolha explode, ocorre o processo circular reverso: a queda dos preços dos ativos torna a fragilidade financeira dos intermediários visível, forçando-os a cessar operações provocando queda nos preços dos ativos.

A inflação dos ativos forma uma bolha especulativa que quando explode, com a posterior deflação, promove uma fuga de moeda estrangeira, desencadeando uma crise de cunho cambial. KRUGMAN (1998) deduz que as crises cambiais apresentam-se como um sintoma de crises financeiras.

CALVO & MENDONZA (2000), por outro lado, enfatizam a complementaridade entre as crises financeiras e cambiais. Este autores apresentam um modelo segundo o qual a expansão dos fluxos de capital estrangeiro aumenta a liquidez dos bancos privados, ampliando a sua capacidade de empréstimos. Os depositantes não pressionam por controles das atividades de empréstimos, dada a garantia dos depósitos assegurada pelas autoridades monetárias. Por outro lado, os banqueiros compram ativos com elevado risco, fragilizando as atividades do sistema e gerando antecipações de desvalorização, que por sua vez, levam à substituição de moeda doméstica pela moeda estrangeira.

Os bancos, quando perdem a capacidade de honrar os compromissos com os depositantes, recorrem ao Banco Central. O aumento da base monetária valida a corrida bancária e a economia perde reservas internacionais. Desta forma, a crise cambial, conforme sugerem CALVO & MENDONZA (2000), torna-se uma crise de estoque, onde existe um número muito elevado de ativos líquidos em relação ao estoque de reservas disponíveis.

Buscando explicar a fuga de capitais, CALVO & MENDONZA (2000) abordam um tipo de externalidade - chamada de "comportamento de manada" ou "problema de contágio" -, que é definida como uma situação em que o conhecimento da ocorrência de uma crise em alguma economia eleva a probabilidade de ocorrência de uma crise doméstica. Visto que os investidores globais não estão dispostos a custear as informações e, por isso, apresentam um comportamento de manada.

Para ANDRADE & SILVA (1999), o custo de reunir informações torna-se um incentivo para a diversificação geográfica de portfólios. De acordo com CALVO &

MENDONZA (2000), a diversificação encoraja a ignorância e, desta forma, mínimos rumores podem causar fluxos maciços de capital.²

Em suma, segundo CALVO & MENDONZA (2000), em um ambiente com informações incompletas e onde existam custos para reuni-las, é provável a ocorrência de problemas de contágio ao se verificarem a expansão de possibilidades de investimento em nível internacional.

Ao surgirem rumores contra uma moeda qualquer, do ponto de vista da alocação ótima de recursos, torna-se mais eficiente a alocação das riquezas dos agentes em outros países, em virtude do custo para obter e processar informações necessárias para verificar a veracidade dos rumores. Desta maneira, os investidores abrem uma corrida contra a moeda doméstica e contra as demais moedas sobre as quais surjam novas incertezas.

2.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apresentou-se neste capítulo os principais avanços da literatura econômica sobre a ocorrência de crises cambiais a partir da análise de modelos de primeira, segunda e terceira gerações. Esta revisão não pretende expor um estudo aprofundado da literatura existente, mas apresentar, através de modelos selecionados, as transformações ocorridas na interpretação das crises no decorrer do tempo.

Os modelos de primeira geração interpretam a ocorrência de crises cambiais como decorrentes de problemas na condução da política macroeconômica, onde as autoridades monetárias recorrem insistentemente ao financiamento dos déficits existentes através da expansão monetária. O avanço apresentado pela

² Este argumento está próximo à idéia apresentada por KEYNES (1983): "... a concorrência entre os profissionais competentes, dotados de julgamento mais seguro e de conhecimentos mais amplos do que o investidor privado médio, corrigiria os devaneios do indivíduo ignorante e à mercê de sua própria iniciativa embora a maioria deles dedica-se não a fazer previsões abalizadas em longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência com relação ao público em geral. Assim o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado." (KEYNES, 1983, pp. 128-129)

teoria de segunda geração, apresenta-se no fato de que, nestes modelos, o governo poderá optar pela manutenção ou não da política praticada, baseando sua decisão em uma análise de custo-benefício.

Ao verificar-se a incapacidade dos modelos de primeira e segunda gerações em explicar as crises econômicas ocorridas no decorrer da década de 1990, apresentou-se uma nova abordagem através dos modelos de terceira geração. Estes modelos incluem em sua análise elementos microeconômicos, anteriormente deixados de lado. Segundo estes modelos, as crises surgem a partir de problemas causados pela existência de assimetria de informações.

Na sequência, busca-se apresentar um estudo acerca da adaptação dos modelos teóricos às crises cambiais decorridas na década de 1990.

3 ADAPTAÇÃO DOS MODELOS TEÓRICOS ÀS RECENTES CRISES CAMBIAIS

Nesta seção, analisaremos o comportamento previsto para algumas variáveis selecionadas pelos modelos de primeira, segunda e terceira gerações e seu comportamento efetivamente observado durante as crises cambiais processadas nas economias emergentes na década de 1990. Após esta análise expõe-se um modelo elaborado por CURADO (2001), que busca a interpretação das crises ocorridas na América Latina, na década de 1990, principalmente a crise brasileira de 1999.

3.1 CAPACIDADE DE EXPLICAÇÃO DAS RECENTES CRISES CAMBIAIS DOS MODELOS DE PRIMEIRA E SEGUNDA GERAÇÃO

Segundo os modelos de primeira geração, a crise cambial é fruto da má condução das políticas macroeconômicas. De acordo com essa teoria, o ataque é gerado através da existência de déficits públicos financiados por emissão de moeda, causando uma elevação da inflação. Com a desvalorização, ocorre a fuga da moeda local e a elevação da demanda por ativos externos, num contexto de restrição do volume de ativos externos à disposição dos agentes, o ataque especulativo é desencadeado. As variáveis chave para a ocorrência do ataque especulativo são: a) taxa de câmbio fixo; b) inflação; c) déficit público e d) expansão monetária.

Segundo os dados apresentados na Tabela 1, extraída de CURADO (2001), pode-se verificar que a variável déficit, representada pelo comportamento do setor público não é verificada nos países do sudeste asiático no período em que a crise foi desencadeada. Observa-se a situação inversa: Coréia, Tailândia e Malásia apresentam superávits na maior parte do tempo nos dois anos que precederam o ataque. No entanto, a Rússia apresenta sistematicamente déficits públicos no período que antecede a crise. O Brasil também apresenta déficits em oito de nove trimestres analisados.

Com relação a expansão monetária, verificam-se movimentos oscilatórios, com períodos de expansão e outros de contração da variável meio de pagamento (M1). Nos países Tailândia, Indonésia e Rússia, durante os trimestres apresentados, verifica-se sete períodos de expansão e um de contração, Brasil e México

apresentam quatro períodos de expansão e quatro de contração, Coréia, apresenta três períodos de contração e cinco de expansão, enquanto que a Malásia apresenta apenas expansões. Conclui-se que este tipo de comportamento não se adapta ao mecanismo gerador proposto pelos modelos de primeira geração, visto que a variável expansão monetária deveria apresentar elevações sistemáticas. Mesmo nas economias que apresentaram crescimento em M1, estes incrementos não se tratam de crescimentos anormais e sim condizentes com o crescimento econômico destes países.

Quanto a inflação, pode-se verificar que nenhum dos países analisados apresentam problemas inflacionários. As taxas de inflação anuais encontram-se abaixo de dois dígitos.

Finalmente, quanto a taxa de câmbio, verifica-se que, de acordo com o comportamento apresentado pela variável em todos os países, existe a utilização de alguma forma de administração da taxa de câmbio, resultando em apreciações reais da taxa. Desta forma, podemos concluir que o mecanismo gerador de crises presentes nos trabalhos de primeira geração não estão presentes nas recentes crises cambiais.

TABELA 1 – VARIÁVEIS ECONÔMICAS RELEVANTES – MODELOS DE PRIMEIRA E SEGUNDA GERAÇÃO

Tailândia	1995 (I)	1995 (II)	1995 (III)	1995 (IV)	1996 (I)	1996 (II)	1996 (III)	1996 (IV)	1997(I)
Dinheiro (M1)	352,1	364	367,5	388,3	422	393,1	408,8	423,7	431,5
Setor público	17977	60747	37786	18455	16016	56974	13120	-42807	-1592
Taxa de Câmbio	24,74	24,66	25,07	25,19	25,23	25,36	25,42	25,61	25,86
Preços ao consumidor (1990=100)	122,5	125,2	127,9	130,1	131,5	133	134,4	136,1	137,3
Balança Comercial	-1858	-2048	-1497	-2565	-2741	-3032	-2154	-1561	-1493
Malásia	1995 (I)	1995 (II)	1995 (III)	1995 (IV)	1996 (I)	1996 (II)	1996 (III)	1996 (IV)	1997(I)
Dinheiro (M1)	55698	58035	59138	63594	66801	68683	73718	78691	82440
Setor público	4062	1359	1266	-4826	3293	2532	-579	-3431	3809
Taxa de Câmbio	2,5368	2,4395	2,5072	2,542	2,5368	2,4955	2,5085	2,529	2,479
Preços ao consumidor (1990=100)	122,4	123,1	124	125	126,6	127,6	128,4	129,2	130,6
Balança Comercial	nd	nd	Nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd
Coréia	1995 (I)	1995 (II)	1995 (III)	1995 (IV)	1996 (I)	1996 (II)	1996 (III)	1996 (IV)	1997(I)
Dinheiro (M1)	30921	31626	31371	38873	34269	34588	38063	39542	35246
Setor público	5579	2560	1003	-7431	4349	1053	1812	-7104	4074
Taxa de Câmbio	771,5	758,1	768,4	774,7	782,7	810,6	821,2	844,2	897,1
Preços ao consumidor (1990=100)	132,9	134,8	136	136,5	139,1	141,4	142,9	143,4	145,6
Balança Comercial	-2609	-1665	-639	468	-2383	-3125	-5526	-3931	-5402
Indonésia	1995 (I)	1995 (II)	1995 (III)	1995 (IV)	1996 (I)	1996 (II)	1996 (III)	1996 (IV)	1997(I)
Dinheiro (M1)	40649	42083	43846	47135	47695	49682	52188	51652	57947
Setor público	nd	nd	Nd	nd	nd	Nd	nd	nd	nd
Taxa de Câmbio	2219	2246	2275	2308	2337	2342	2340	2383	2419
Preços ao consumidor (1990=100)	148,4	152,7	154,7	157,1	164,1	164,9	165,6	167,1	171,9
Balança Comercial	1447	1418	1414	2254	1166	910	1343	2529	1437
Rússia	1996 (IV)	1997(I)	1997 (II)	1997 (III)	1997 (IV)	1998 (I)	1998 (II)	1998 (III)	1998 (IV)
Dinheiro (M1)	192402	197754	242496	252765	270602	266021	269801	274219	374991
Setor público	-42033	-38451	-44730	-37386	-29848	-31398	-41048	-22645	-31867
Taxa de Câmbio	5,56	5,72	5,78	5,86	5,96	6,1	6,19	16,06	20,65
Preços ao consumidor (variação percentual)	3,09	4,91	4,03	1,8	0,64	3,17	1,5	16,14	39,85
Balança Comercial	8442	6017	3618	3462	4420	1171	1121	4354	9985
Brasil	1997(I)	1997 (II)	1997 (III)	1997 (IV)	1998 (I)	1998 (II)	1998 (III)	1998 (IV)	1999 (I)
Dinheiro (M1)	42733	41181	42985	50999	45823	49277	49031	54819	49449
Setor público	-2411	-338	-663	-2234	-2836	-460	1625	-7576	-4597
Taxa de Câmbio	1,059	1,077	1,096	1,116	1,137	1,157	1,186	1,209	1,722
Preços ao consumidor (1990=100)	121,5	123,7	124,6	125,3	127,1	128,4	127,9	127,5	130,1
Balança Comercial	-868	-1268	-1637	-2879	-1840	-4	-1782	-2977	-818
México	1992 (IV)	1993 (I)	1993 (II)	1993 (III)	1993 (IV)	1994 (I)	1994 (II)	1994 (III)	1994 (IV)
Dinheiro (M1)	122220	115527	121238	121319	143902	137971	132992	131039	145429
Setor público	-1298	7555	3951	-843	-3025	Nd	nd	nd	nd
Taxa de Câmbio	3,1154	3,0976	3,1212	3,1178	3,1059	3,3598	3,3918	3,404	5,325
Preços ao consumidor (1990=100)	146,7	151,5	154,3	156,8	159,4	162,5	165	167,4	170,5
Balança Comercial	nd	-3616	-3371	-3410	-3084	-4297	-4551	-4795	nd

Fonte: CURADO (2001)

De acordo com os modelos de segunda geração, a crise cambial é resultado da antecipação, por parte dos agentes, da inviabilidade do controle cambial em função do crescimento do custo social de sua manutenção em relação aos seus benefícios. De acordo com o trabalho de OBSTFELD (1994), os indicadores de

elevação do custo social da manutenção cambial são: a) a perda de competitividade externa e b) a elevação nas taxas de desemprego.

Como medida da competitividade, tem-se os dados acerca da variável balanço comercial, exposta na Tabela 1. De acordo com os dados, todas as economias que sofreram ataques especulativos durante a década de 90, apresentam em alguma medida problemas de competitividade internacional, fato que é desprezado pelos modelos de terceira geração. Quanto a variável desemprego pode-se verificar na tabela 2 que as economias não apresentavam elevadas taxas de desemprego.

TABELA 2 – TAXA DE DESEMPREGO PARA ECONOMIAS SELECIONADAS

	1993	1994	1995	1996	1997
Coréia	2,8	2,4	2,0	2,0	2,6
Tailândia	1,5	1,3	1,1	1,1	0,9
Malásia	3,0	2,9	2,8	2,5	2,5
Rússia	5,3	7,0	8,3	9,3	10,8
Brasil	5,3	5,1	4,6	5,8	6,5

Fonte: CURADO (2001)

Nota: Valores em %.

Após análise dos dados, conclui-se que os mecanismos geradores da crise propostos pelos modelos de primeira e segunda gerações não estavam presentes nas economias que sofreram ataques especulativos na década de 90, com exceção da redução da competitividade externa que se encontra em todas as crises analisadas.

3.2 ADAPTAÇÃO DOS MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO ÀS CRISES CAMBIAIS OCORRIDAS NA DÉCADA DE 1990

Os modelos de terceira geração foram elaborados com o intuito de explicar as crises do sudeste asiático, em 1997. Busca-se testar sua adaptação às demais crises ocorridas na década de 1990. De acordo com este modelo, a crise cambial é derivada de uma crise financeira associada a processos de excessivo endividamento num contexto onde existe assimetria de informações. Como variáveis relevantes, conforme organização de CURADO (2001), apresenta-se as seguintes relações: a)

passivo externo dos bancos criadores de dinheiro e outras instituições bancárias em relação ao nível de reservas e b) crédito ao setor privado em relação ao PIB.

TABELA 3 – RELAÇÃO PASSIVO EXTERNO / RESERVAS E CRÉDITO AO SETOR PÚBLICO / PIB (EM US\$ MILHÕES)

Brasil	1994	1995	1996	1997	1998
Reservas Totais menos ouro	37070	49708	58323	50827	42580
Passivo externo	38995	44741	54643	59154	59986
Passivo Externo / Reservas	1,05	0,90	0,94	1,16	1,41
Crédito ao Setor Privado	158829	199143	204686	225202	259983
PIB	349205	646192	778820	866828	899814
Crédito ao Setor Privado / PIB	0,45	0,31	0,26	0,26	0,29
México	1989	1990	1991	1992	1993
Reservas Totais menos ouro	6329	9863	17726	18942	25110
Passivo externo	36310	34847	41709	45000	54041
Passivo Externo / Reservas	5,74	3,53	2,35	2,38	2,15
Crédito ao Setor Privado	96506	157815	250031	372161	470467
PIB	507618	686406	865166	1019156	1127584
Crédito ao Setor Privado / PIB	0,19	0,23	0,29	0,37	0,42
Coréia	1993	1994	1995	1996	1997
Reservas Totais menos ouro	20228	25639	32677	34037	20367
Passivo externo	30629	42862	53262	69054	57636
Passivo Externo / Reservas	1,51	1,67	1,63	2,03	2,83
Crédito ao Setor Privado	154699	184888	213658	256054	311008
PIB	267146	305970	351975	389813	420987
Crédito ao Setor Privado / PIB	0,58	0,60	0,61	0,66	0,74
Tailândia	1993	1994	1995	1996	1997
Reservas Totais menos ouro	24473	29332	35982	37731	26179
Passivo externo	17122	35121	52153	57529	47280
Passivo Externo / Reservas	0,70	1,20	1,45	1,52	1,81
Crédito ao Setor Privado	3524	4633	5826	6778	7716
PIB	3179	3634	4194	4689	4827
Crédito ao Setor Privado / PIB	1,11	1,27	1,39	1,45	1,60
Indonésia	1993	1994	1995	1996	1997
Reservas Totais menos ouro	11263	12133	13708	18251	16587
Passivo externo	9691	11311	11678	12482	15147
Passivo Externo / Reservas	0,86	0,93	0,85	0,68	0,91
Crédito ao Setor Privado	161273	198311	243067	295195	381741
PIB	329776	382220	454514	532568	625506
Crédito ao Setor Privado / PIB	0,49	0,52	0,53	0,55	0,61
Malásia	1993	1994	1995	1996	1997
Reservas Totais menos ouro	27249	25423	23774	27009	20788
Passivo externo	13956	8172,9	8266,3	11587	12784,7
Passivo Externo / Reservas	0,51	0,32	0,35	0,43	0,62
Crédito ao Setor Privado	123640	142566	186038	232353	286224
PIB	165206	190274	218671	249503	275367
Crédito ao Setor Privado / PIB	0,75	0,75	0,85	0,93	1,04

Fonte: CURADO (2001)

Com relação à relação passivo externo / reservas, verificam-se elevados níveis para México, Tailândia e Coréia, enquanto que a economia brasileira encontra-se mais próxima aos níveis observados na Malásia e Indonésia.

A relação crédito ao setor privado / PIB é muito superior nas economias asiáticas em relação a economia brasileira. Além das economias asiáticas apresentarem esta relação em níveis comparativamente maiores, existe uma tendência crescente ao longo do período que antecede a crise. Desta forma, a expansão do crédito ao setor privado (o boom observado pela literatura de terceira geração), está presente nas economias asiáticas, mas não na economia brasileira ou na economia mexicana.

Segundo CURADO (2001), a comparação entre as economias selecionadas informa que o grau de exposição financeira exibido pelas economias asiáticas é muito superior ao apresentado pela economia brasileira. A economia brasileira também não apresentou o boom de crédito característico das economias asiáticas pré-crise. Porém, no caso do México, apesar de não se verificar uma expansão significativa do crédito ao setor privado, a economia apresentou uma relação passivo externo / reservas acima dos níveis observados nas economias asiáticas, indicando a vulnerabilidade externa desta economia.

Para o caso brasileiro, as conclusões acima já foram ressaltadas na literatura econômica. Segundo KREGEL (2000), a economia brasileira apresentava um grau de exposição financeira bastante reduzido se comparado às economias do sudeste asiático. A razão para esta diferença encontra-se na reforma do setor bancário realizada logo após a implantação do Plano Real. Uma reestruturação do setor bancário foi realizada para amenizar a crise bancária que se instalou após a estabilização da economia e a perda de receita inflacionária do setor bancário.

“ Furthermore, Brazil had just emerged from a major restructuring of the banking sector following the banking crisis that started in 1994-1995. From July 1994 to December 1997 the central bank intervened in 43 banks, 32 of which were private, and liquidated all but one of the latter. Strict supervisory and regulatory provisions were also introduced, with capital adequacy requirements stricter than those in the Basle Capital Accord” (KREGEL, 2000, p.8)

Os modelos de terceira geração foram elaborados na tentativa de entendimento da crise que acometeu os países do sudeste asiático e por este motivo não têm o objetivo de adaptar-se perfeitamente às crises latino-americanas.

A partir da análise exposta, pode-se perceber que os elementos destacados como geradores de crises por esta literatura são mais perceptíveis nas economias asiáticas do que nas economias latino-americanas.

3.3 ALGUMAS INTERPRETAÇÕES PARA A CRISE CAMBIAL BRASILEIRA

A crise cambial ocorrida no sudeste asiático, em 1997, e suas implicações no cenário econômico internacional influenciaram a produção de muitos trabalhos sobre o tema. Boa parte da literatura econômica possui como tema central esta crise. A crise cambial brasileira, em 1999, não foi tão estudada, principalmente se comparada a crise asiática. Isto pode ser explicado principalmente pelos diferentes efeitos de contágio apresentados. A crise na Tailândia espalhou-se por todo o sudeste asiático, Rússia e América Latina, enquanto que a crise brasileira teve um efeito bastante limitado, segundo KREGEL (2000).

Segundo CARDOSO & HELWEGE (1999), a insustentabilidade das taxas de câmbio, no caso brasileiro, foi ocasionada pela aplicação de políticas, empreendidas pelo Plano Real a partir de 1994, que enfatizavam o combate à inflação.

De acordo com CURADO (2001), ao tentar manter os preços estáveis através de uma âncora cambial, acabou-se por gerar uma significativa perda de competitividade externa que se traduziu na geração de déficits comerciais (conforme mostrado na Tabela 1, p.28, a economia brasileira apresentou déficit na balança comercial durante os dois anos que antecederam o ataque), que foram financiados pela elevação das taxas de juros internas, que segundo CARDOSO & HELWEGE (1999) chegaram a 45% ao ano, atraindo capital de curto prazo. Com esta estratégia, o problema dos déficits comercial e em conta corrente não é resolvido, apenas postergado e ainda ampliado. A manutenção do câmbio torna-se cada vez menos provável com o aumento dos problemas comerciais. Assim, o descrédito na manutenção do câmbio, num contexto internacional já abalado pelas crises asiática e russa, torna a ocorrência de um ataque especulativo certa.

Para KREGEL (2000), a manutenção do fluxo de capitais necessária para o equilíbrio do balanço de pagamentos levou o governo a adoção de uma política monetária contracionista, que se traduziu na elevação das taxas de juros. Como

conseqüência desta política surge a destruição da estrutura de endividamento das unidades econômicas e a ampliação dos problemas fiscais e da sustentabilidade do balanço de pagamentos.

No caso brasileiro, a elevação das taxas de juros, ao elevar o componente financeiro do déficit e ampliar a fragilidade financeira do governo, torna a manutenção da política insustentável.

Outra interpretação da crise brasileira se baseia na literatura de contágio. De acordo com esta literatura, a crise cambial brasileira teria sido provocada pelos efeitos de contágio das crises precedentes, Ásia, em 1997, e principalmente Rússia, em 1998. Um exemplo desta literatura pode ser encontrado no trabalho de BAIG & GOLDFAJN (2000), cuja conclusão é que a crise russa desencadeou um processo de pânico nos agentes locais, que passaram a especular contra a moeda local.

3.3.1 Rigidez de Ajuste na Balança Comercial, Demanda por Ativos Externos e suas Relações com os Movimentos de Capital

Nesta seção, será apresentado um modelo elaborado por CURADO (2001), que interpreta a ocorrência das recentes crises ocorridas na América Latina a partir da existência de rigidez no ajuste da balança comercial e do caráter estrutural da demanda por ativos externos num contexto de restrição de ativos em nível internacional.

O modelo parte da análise dos problemas estruturais de competitividade internacional das economias emergentes. Baseado em estudos cepalinos e neoshumpeterianos, o autor demonstra a existência de rigidez no ajuste da balança comercial dos países da América Latina através do reduzido *catching up* tecnológico associado a um padrão de especialização, concentrado em setores pouco dinâmicos, onde as exportações possuem uma elasticidade renda inferior a elasticidade renda das importações.

Na seqüência, o modelo faz uma análise da difusão tecnológica entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, assumindo que os países desenvolvidos são produtores de tecnologia, enquanto que os países em desenvolvimento se apropriam do progresso tecnológico através do processo de imitação e aprendizado. Conclui-se, portanto, que há um hiato tecnológico permanente entre as economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

O próximo passo será inserir o hiato tecnológico existente na determinação das importações e exportações. Desta forma, as exportações dos países em desenvolvimento irão depender: a) de sua competitividade-preço (com relação aos preços das economias desenvolvidas), b) do hiato tecnológico existente, e c) da taxa de crescimento das economias desenvolvidas (medida através da elasticidade-renda). Da mesma forma, as importações dos países desenvolvidos dependerão também da competitividade-preço, do hiato tecnológico e da taxa de crescimento.

A existência de um hiato tecnológico, em termos do resultado comercial, implica em déficit no saldo em transações correntes, fazendo com que as economias em desenvolvimento demandem ativos externos. No modelo, a demanda por ativos externos é definida como sendo igual ao déficit em transações correntes e supondo que o saldo da balança de serviços e de transferências está equilibrado, o saldo em transações correntes é igual ao resultado da balança comercial e a demanda por ativos externos será, então, a diferença entre as importações e exportações da economia.

A taxa de crescimento da demanda por ativos externos será uma função da taxa de crescimento da renda interna ponderada pela elasticidade renda de suas importações e do montante de ativos demandados, por causa da existência de um hiato tecnológico. Adotando uma hipótese em que a taxa de crescimento da renda interna é determinada pela taxa de crescimento da demanda por investimento do sistema e que esta última depende da taxa de juros vigente, conclui-se que existe uma relação inversa entre o crescimento da demanda de ativos externos e o comportamento da taxa de juros.

Parte-se então para a construção de um modelo de alocação de portfólio, onde as economias em desenvolvimento mantêm sua riqueza sob a forma de moeda local ou títulos locais, enquanto que as economias desenvolvidas poderão manter sua riqueza sob a forma de moeda local, títulos locais e títulos das economias em desenvolvimento. Os agentes decidirão sua alocação de riqueza a partir da análise entre suas necessidade de liquidez e o rendimento dos títulos. A escolha dos agentes das economias desenvolvidas entre títulos locais e títulos de economias em desenvolvimento dependerá do diferencial de retorno entre os ativos.

Dada a crescente necessidade de recursos financeiros externos das economias em desenvolvimento, estas deverão manter um referencial de retorno positivo para os agentes das economias desenvolvidas. Porém, como visto no

cenário atual, a elevação das taxas de juros foi incapaz de evitar as crises cambiais recentes e esta incapacidade pode ser explicada pelo fato de que, num ambiente com informações incompletas, a elevação da taxa de juros gera problemas de seleção adversa, quando os bons tomadores não estão dispostos a pagar as taxas de juros pagas por outras economias, deixando no circuito apenas os maus tomadores, e de perigo moral, onde as taxas de juros induziriam a realização de investimentos com elevado risco. Desta forma, haveria uma taxa de juros maximizadora. Acima desta taxa ter-se-ia uma redução na oferta de ativos externos das economias desenvolvidas para as em desenvolvimento.

A política dos países em desenvolvimento irá utilizar a taxa de juros como um mecanismo de atração de capitais buscando o equilíbrio entre oferta e demanda por ativos externos. Assim, a taxa de juros subirá quando a taxa de crescimento da demanda por ativos externos for superior a taxa de crescimento da oferta de ativos externos e vice-versa. O equilíbrio conjunto entre a oferta e demanda por ativos externos e o comportamento da taxa de juros apresentará duas soluções possíveis, onde apenas uma é um equilíbrio estável.

Neste contexto, a taxa de juros exercerá sua função estabilizadora entre os movimentos de oferta e demanda de ativos externos até o ponto em que a taxa de juros é igual a taxa de juros maximizadora. Assim, a elevação contínua da taxa de juros torna-se incapaz de ajustar os movimentos entre oferta e demanda por ativos.

A conclusão do autor é que, num contexto de restrição de oferta de ativos, a combinação entre taxa de câmbio fixa e demanda estrutural de ativos é insustentável no tempo, resultando no desencadeamento de um ataque especulativo contra a moeda da economia em desenvolvimento.

4 A AÇÃO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL NAS CRISES CAMBIAIS DA DÉCADA DE 1990

As recentes crises cambiais nos países emergentes representaram um desafio à teoria econômica. Os mecanismos básicos de uma crise nos fundamentos macroeconômicos, principalmente a combinação de déficits públicos financiados pela expansão da base monetária, não foram verificados. Por outro lado, observou-se a presença das características referentes aos fundamentos microeconômicos dos mercados financeiros, apontadas pela literatura de terceira geração.

Conforme exposto no capítulo anterior, as recentes crises cambiais não apresentam os elementos macroeconômicos presentes nas análises expostas nos modelos de primeira e segunda gerações e, por isso, serão tratadas, neste capítulo, como crises de natureza financeira. Partindo desta hipótese, este capítulo buscará uma investigação acerca das estratégias adotadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) nos programas de estabilização para combate aos ataques especulativos.

4.1 O FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

Esta seção tem por objetivo apresentar algumas informações sobre a origem e evolução do FMI.

O Fundo Monetário Internacional foi criado logo após a Segunda Guerra Mundial, em Bretton Woods, juntamente com o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), conhecido atualmente como Banco Mundial. A criação do FMI teve como objetivo a regulamentação do sistema financeiro internacional, tratando as questões relacionadas com as finanças internacionais e com a retomada do desenvolvimento econômico.

Segundo GONÇALVES et al (1998), as traumáticas experiências do regime de taxas de câmbio flutuantes, que prevaleceu no período entre guerras e do movimento de desvalorização competitiva por ele gerado, levando a sérios comprometimentos no volume de comércio internacional, deram origem ao novo sistema que estaria sob a responsabilidade do FMI. O objetivo deste sistema era manter a estabilidade das taxas de câmbio, estabelecer as pré-condições para uma

saudável evolução do comércio internacional, inibir as políticas de “empobrecimento da vizinhança” e prover a liquidez quando necessário.

De acordo com KRUEGER (2000), a maior preocupação do FMI era evitar a desvalorização competitiva ocorrida nos anos 30 e criar incentivos para a liberalização do comércio mundial. Para isso, estabeleceu-se taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis quando houvesse alguma forma de “desequilíbrio fundamental”³.

Estes desequilíbrios, ao se manifestarem como problemas financeiros em países que buscavam a manutenção do câmbio, poderiam ser contornados com a ajuda do FMI sem que as relações comerciais entre os países fossem abaladas.

Segundo SERRA (2000), apesar do FMI ter sido criado para socorrer países desenvolvidos, suas atividades foram se voltando para problemas nos países em desenvolvimento. Com a crise econômica causada pelo Primeiro Choque do Petróleo, a ação do Fundo passou a se voltar para os problema de estabilização econômica de curto e médio prazo de países onde a fatura petrolífera aumentou, a maioria países em desenvolvimento. Mais tarde, a preocupação do FMI voltou-se para a transição do socialismo para o capitalismo dos países que fizeram parte da União Soviética.

KRUEGER (2000), argumenta que durante as décadas de 1950 e 1960, a maioria das atividades do Fundo foram programas de estabilização para países em desenvolvimento, sendo que as negociações com países desenvolvidos foram apenas ocasionais. Além de conceder assistência financeira, o FMI também desempenhou atividade de conselheiro técnico e de supervisor financeiro e econômico dos países membros.

Em 1973, o regime de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, foi abandonado e a maioria dos países desenvolvidos adotaram o regime de câmbio flutuante. A partir de então, os programas do Fundo voltaram-se quase que inteiramente aos países em desenvolvimento.

³Segundo GONÇALVES (1998), o termo “desequilíbrio fundamental” nunca foi bem definido. Os países adotaram como compromisso a manutenção de suas taxas de câmbio em relação ao dólar norte-americano com variações de 1% nos níveis estabelecidos, embora o mecanismo assumisse possibilidade de variações entre 1% e 10%, desde que justificadas.

Segundo DENARDIN (2002), inicialmente, a maneira pela qual o FMI interagia com as crises estava relacionada com a própria natureza das crises, a incapacidade dos devedores em honrar suas dívidas, que em sua maioria eram formadas por créditos de comércio de curto prazo ou devidas a credores oficiais. Desta forma, o FMI deveria assegurar que os compromissos de curto prazo fossem cumpridos, garantindo a manutenção da estabilidade no longo prazo.

Na década de 1980, alguns países vitimados pelas crises dispunham de grande volume de dívidas de curto e longo prazos com credores privados. Os recursos do Fundo mostraram-se insuficientes para quitar as obrigações dos devedores e com isso a forma como o Fundo poderia suportar os países em crise mudou. Durante a década de 1980, a maioria destes países mantinha severos controles sobre o fluxo de capitais e alguns mantinham severas restrições quantitativas sobre as importações.

Nos anos 1990, houve uma significativa liberalização comercial promovida pelos países emergentes e uma ampla abertura em suas contas de capital. Estas transformações promoveram mudanças na natureza do impacto das crises nas economias domésticas. Como exemplo destas mudanças, tem-se a crise mexicana, ocorrida em 1994. Esta economia apresentou um novo padrão de crise derivada de desajustes no sistema financeiro doméstico, que acabam gerando ou aprofundando os problemas no balanço de pagamentos.

Esta interpretação da crise está de acordo com a literatura de terceira geração, que considera as crises cambiais como resultantes de problemas no mercado financeiro, gerados por assimetria de informação. Esse novo estilo de crise foi chamada de Crises Gêmeas, pois combinam crise financeira e crise no balanço de pagamentos. Outro caso de crises gêmeas foi constatado nos países do sudeste asiático, em 1997.

DENARDIN (2002) argumenta que as transformações ocorridas na natureza dos mecanismos geradores da crise trouxeram algumas ressalvas quanto aos programas de assistência implementados pelo FMI. Algumas críticas alegaram a permanência dos instrumentos sugeridos nos programas de estabilização e o não acompanhamento das transformações ocorridas nas finanças internacionais, dada a complexidade adquirida pela ordem econômica com a liberalização financeira dos países.

Segundo RADELET & SACHS (1998), as crises derivaram de um pânico de liquidez resultante da excessiva exposição às dívidas externas de curto prazo. Desta forma surgiram críticas de que a estratégia do FMI só fazia aumentar o pânico, dando aos investidores a impressão de que algo estava errado. Os autores acreditam que as restrições fiscais e monetárias promoviam o descrédito ao reduzirem a atividade econômica ao mesmo tempo em que pressionavam a taxa de câmbio.

Muitos críticos, a exemplo de RADELET & SACHS (1998), questionaram o papel do FMI ao não se antecipar em prevenir as crises e ao falhar nas tentativas de contornar a situação. Alguns culpavam a instituição por tornar as crises ainda mais graves.

A próxima seção irá apresentar o conteúdo dos programas de estabilização tradicionalmente sugeridos, para em seguida verificar se os programas implantados recentemente incorporaram as transformações na natureza de geração das crises, conforme literatura de terceira geração.

4.2 MODELO DE ANÁLISE PADRÃO DO FMI – PRÉ ANOS 90

Até os 1990, o FMI se fundamentava em um “modelo padrão” para elaborar as medidas propostas em seus programas de estabilização.

Segundo KRUEGER (2000), o “modelo padrão” do FMI para crises externas centralizava sua análise no comportamento de variáveis e preços macroeconômicos, desprezando os aspectos microeconômicos relacionados com a capacidade produtiva e a acumulação de capital.

O modelo é elaborado para uma economia aberta, com equilíbrio no balanço de pagamento e taxa de câmbio nominal fixa. Na medida em que esta economia apresentar taxas de inflação, derivadas de déficit fiscal financiado pela expansão da base monetária, superiores ao resto do mundo, sua demanda por bens externos crescerá mais rapidamente do que a oferta de divisas. Isso porque a inflação causa uma apreciação da taxa de câmbio real e a perda da competitividade.

O excesso de demanda por bens externos gera um déficit em conta corrente que será compensado pela redução no estoque de reservas oficiais do país ou por

empréstimos no exterior. Vale a pena destacar que as economias operam em condições de rígido controle no fluxo de capitais.

KRUEGER (2000) acredita que, mesmo sob rígido controle de capitais, ao agravarem-se os desequilíbrios externos, a expectativa de mudança na taxa de câmbio cria problemas na medida em que os agentes econômicos para protegerem-se evidenciam a existência de uma notável especulação contra a moeda, contribuindo para o esgotamento do estoque de reservas.

Num contexto onde exista déficits públicos, inflação, taxa de câmbio nominal fixa e redução das reservas oficiais, onde um processo especulativo seja crescente, a situação torna-se insustentável, sinalizando uma crise no balanço de pagamentos.

Os países em crise aplicavam severas restrições às importações, ao mesmo tempo em que o volume de divisas recebidas através das exportações diminuía. Além disso, aumentavam seu volume de dívidas, colaborando desta forma, para aprofundar a crise.

As crises de balanço de pagamentos, exigia dos governantes o reescalonamento de suas dívidas e a busca por recursos financeiros, na forma de financiamentos do FMI e créditos oficiais do Banco Mundial. Os programas do FMI eram resultado da negociação entre os governantes e a instituição. Após aprovado o programa, o governante encaminharia uma “Carta de Intenção” ao Fundo, requerendo financiamento e se comprometendo a cumprir as exigências propostas, em termos de política macroeconômica.

DENARDIN (2002) conclui que, buscando melhorar o balanço de pagamentos e promover a estabilidade econômica, os programas de estabilização do FMI visavam o controle da inflação e das reservas externas. Para atingir os objetivos eram utilizados instrumentos de políticas cambial, fiscal e monetária. A política cambial era praticada como objetivo de reverter a saída de capital especulativo e eliminar os déficits em conta corrente. As políticas fiscais e monetárias mostravam-se restritivas e pretendiam estabilizar preços, reduzir a demanda por importações e estimular a oferta de exportações, para tanto os instrumentos utilizados eram o controle da oferta de crédito e a redução do déficit fiscal.

KRUEGER (2000) destaca que, nas décadas precedentes à liberalização nos mercados de capitais, era comum que o FMI estabelecesse algumas “condicionalidades” no que diz respeito à eliminação de controle de preços e de

subsídios por parte do governo. Isto porque, do ponto de vista do Fundo, após recebido o auxílio financeiro, os países poderiam querer retomar antigos hábitos fiscais e monetários.

Em geral, a implementação do programa de estabilização proposto pelo FMI gerava a redução dos déficits fiscais e da taxa de criação de crédito, por outro lado, a demanda por importações era reduzida e o fluxo de exportações aumentado. Esses fatores combinados promoviam algum grau de recessão, que dependia do grau de compensação das políticas restritivas monetárias e fiscais em relação ao efeito expansionista gerado pelo aumento das exportações e diminuição das importações.

KRUEGER (2000) observa que durante as décadas de 1960 e 1970, após o ajuste no balanço de pagamentos e estabilização dos preços, era comum que os governantes aumentassem seus gastos e facilitassem a expansão monetária, retomando a situação de desequilíbrio nas variáveis macroeconômicas e obrigando-os a apelarem ao Fundo mais uma vez. Essa dinâmica sob a qual foram conduzidas as economias dos países em desenvolvimento é chamada de ciclo “stop and go”.

Observa-se que o “modelo padrão” de análise de crises utilizado pelo FMI está de acordo com a literatura de primeira e segunda geração, interpretando a geração de crises a partir de desajustes nas variáveis macroeconômicas. Estes desajustes apresentam-se como características das economias acometidas por crises no período antecedente ao processo de liberalização econômica.

A seguir busca-se analisar se as medidas propostas pelo Fundo, através de seus programas de estabilização, absorveram as mudanças ocorridas nos mecanismos geradores de crise, conforme os modelos de terceira geração.

4.3 O FMI E AS CRISES GÊMEAS DOS ANOS 1990

A fragilidade do setor financeiro tem sido apontada pelos modelos de terceira geração como a principal causa das crises financeiras dos países emergentes, durante a década de 1990.

Conforme demonstrado no capítulo anterior, para a maioria dos países acometidos por crises cambiais e/ou financeiras na década de 1990, os desequilíbrios macroeconômicos - que, segundo as literaturas de primeira e segunda

geração, apresentam-se como mecanismos geradores de crises -, foram de limitada importância nos períodos precedentes a crise.

Segundo a literatura de terceira geração as crises gêmeas apresentam como mecanismos geradores desajustes no mercado financeiro, com caráter microeconômico. O processo de liberalização financeira foi acompanhado pelo afrouxamento da política monetária, refletida na expansão de crédito visualizada na maioria dos países acometidos por crises nos anos 90 (conforme analisado no capítulo anterior). Além disso, criou-se um falso sentimento de segurança por parte dos tomadores de empréstimos que aumentaram suas dívidas, expondo-se ao risco.

Um processo de concessão de créditos ineficiente tornará a economia bastante vulnerável. Característica verificada pela reversão nos fluxos de capitais internacionais em algumas economias emergentes. Esta reversão afetou principalmente as dívidas de curto prazo do setor privado. A crise de confiança no sistema financeiro propagou-se e gerou crise, também, no balanço de pagamentos.

Esta nova modalidade de crises, crise financeira unida a uma crise no balanço de pagamentos, gerou desafios tanto para os responsáveis pela política econômica dos países, quanto para o FMI. O desafio surge na medida em que as soluções para as crises tornam-se conflitantes. As medidas para combater uma crise no Balanço de Pagamentos exigem mudança na taxa de câmbio e políticas monetária e fiscal restritivas, enquanto que para enfrentar uma crise financeira faz-se necessário o afrouxamento da política monetária e a manutenção do câmbio.

SOROS (1998) interpreta a interdependência entre os componentes cambial e financeiro, a partir da análise da crise nos países asiáticos. Segundo o autor, os bancos internacionais e nacionais estão interligados por linhas de crédito, que são fixadas em dólares. Os bancos domésticos e os tomadores acreditavam que a âncora cambial fosse duradoura e não se garantiam contra o risco cambial. Quando a ligação se rompeu, o movimento em busca de proteção exerceu uma forte pressão sobre as moedas locais, que despencaram, gerando a deterioração no balanço patrimonial dos tomadores. E, como sugerido pela literatura de terceira geração, o movimento de contágio espalhou o pânico aos países vizinhos através dos mercados financeiros.

Os países vitimados por crises gêmeas, Tailândia, Coreia, Indonésia, México, Rússia e Brasil, foram forçados a recorrer ao FMI, que adotou como estratégia o financiamento, políticas de ajustamento e reformas estruturais.

4.3.1 A Crise do México, 1994

A crise mexicana foi a primeira manifestação da nova modalidade de crises da história econômica moderna, e, por não ter sido bem interpretada, acabou se propagando para outros mercados emergentes através de canais financeiros.

Nos cinco anos que antecederam a crise (1989 –1994), a combinação de fatores, como expectativas favoráveis, alta liquidez dos mercados financeiros internacionais, baixas taxas de juros e um regime de câmbio fixo proporcionaram ao México uma rápida entrada de capital estrangeiro, permitindo o crescimento do consumo e do investimento e, conseqüentemente, um bom desempenho econômico.

Segundo DENARDIN (2002), durante o período relativamente estável, o México implantou algumas reformas econômicas como: a integração da economia mexicana ao comércio internacional e aos fluxos de capitais estrangeiros; privatizações de empresas públicas; melhorias na legislação para atrair investimentos diretos estrangeiros; implementação de um processo de desregulamentação para incentivar o processo competitivo; reestruturação da dívida externa; concessão de autonomia ao Banco Central; entre outras.

Para KRUEGER & TORNELL (1999), no início dos anos 90, o México era um exemplo de sucesso no que diz respeito a implementação de reformas econômicas. Isto graças ao progresso alcançado, representado pelo controle da inflação, estabilidade fiscal, abertura comercial e desestatização. Porém, a rápida expansão do crédito adicionada a falta de regulação e supervisão, tornaram o sistema bancário bastante exposto ao risco dos ativos que compunham o portfólio dos bancos. Em 1994, os investidores passaram a ter mais cautela em virtude da instabilidade gerada pelas eleições. Os fluxos de capitais caíram, exercendo pressão para uma depreciação cambial e a redução do crescimento econômico.

Segundo RADELET & SACHS (1998), o governo mexicano buscou resistir às pressões dos especuladores e insistiu na manutenção da taxa de câmbio fixa, mesmo após uma modesta depreciação. Houve, então, uma significativa perda de reservas (de US\$ 28 bilhões para US\$ 10 bilhões, em 1994). O regime de câmbio foi abandonado após o ataque especulativo de 1994.

RADELET & SACHS (1998) consideram que, apesar de apresentar dívidas de curto prazo num montante de US\$ 28 bilhões contra apenas US\$ 6 bilhões de reservas, o governo mexicano estava solvente, pois as dívidas representavam

apenas 10% do PIB pré-crise, não representando um descontrole sobre o endividamento, além disso, o orçamento do governo estava em relativo equilíbrio. Porém os investidores acreditaram que o governo mexicano não estaria apto a obter recursos para honrar suas obrigações, em função disso o governo foi obrigado a apelar pelo auxílio do Fundo Monetário Internacional.

O pacote negociado pelo governo mexicano com o Fundo e os EUA representava um montante de US\$ 51 bilhões, sendo que US\$ 20 bilhões vieram do Tesouro Americano, US\$ 17,8 bilhões do FMI, US\$ 10 bilhões do Banco Interamericano de Desenvolvimento e o restante do Banco Mundial. Em contrapartida o México comprometeu-se a promover um ajuste fiscal, estabilizar a taxa de câmbio, restringir a concessão de créditos, dar seqüência às reformas estruturais e reestruturar o sistema financeiro. (FMI, 2001)

A reversão do fluxo de capitais exigiu a rápida correção do déficit em conta corrente, através do aumento das exportações. Desta forma, o ajustamento macroeconômico tinha como objetivo induzir uma contração da demanda doméstica, que, por sua vez, requeria a depreciação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio passou então a flutuar livremente, sendo que uma combinação de políticas fiscal, monetária e salarial foi necessária para conter a pressão inflacionária.

A política monetária aplicada consistia num ajuste fortemente restritivo, com altas taxas de juros, que de acordo com EDWARDS & SAVASTANO (2000), pôs fim na queda do peso e restaurou a calma nos mercados financeiros.

A política fiscal foi orientada para aumentar os níveis de poupança pública. Para isso a taxa do imposto sobre valor adicionado foi aumentada em 5 pontos percentuais; os preços dos bens e serviços providos pelo setor público também sofreram aumento; os gastos do setor público foram reduzidos em 10%; e os empréstimos para os bancos de desenvolvimento foram reduzidos. (FMI, 2001)

Com relação às políticas salariais, introduziu-se a liberdade de negociações. Buscando conter as pressões exercidas pelos custos com mão-de-obra, o processo de negociação coletiva foi substituído pela negociação individual entre as empresas e os empregados.

O acordo ainda estabelecia um aprofundamento no programa de desregulamentação e liberalização comercial; a desregulamentação dos serviços de telecomunicações; a eliminação de limites para a propriedade estrangeira de instituições financeiras no país; e a ampliação dos programas de privatizações.

Dada a fragilidade apresentada pelo setor financeiro, a crise fez com que a maioria dos devedores se mostrassem inaptos a cumprir suas obrigações e, como consequência, os bancos não apresentaram condições para honrar suas obrigações com os credores estrangeiros.

Para evitar uma crise no sistema bancário e reduzir a vulnerabilidade da economia, um programa de financiamento emergencial foi implementado. Segundo KRUEGER & TORNELL (1999), quatro medidas foram adotadas: a) criou-se uma facilidade de liquidez (em dólares) para estancar ou reverter a corrida contra as obrigações dos bancos comerciais; b) permitiu-se que os bancos transferissem parte de seus empréstimos não honrados ao governo em troca de obrigações não transferíveis, com prazo de resgate de dez anos, reduzindo o volume de dívidas inadimplentes; c) criou-se um fundo especial (PROCAPTE) para que os bancos pudessem aumentar seu capital, compensando a descapitalização gerada pela depreciação na taxa de câmbio; e d) o governo passou a adquirir uma fração dos portfólios de empréstimo, que foram renegociados e convertidos em empréstimos indexados a taxas fixas de longo prazo, desta forma, o governo passou a assumir o custo e o risco associados à esta transformação.

A crise de liquidez sofrida pelo México, em 1995, provocou uma depreciação de 90% no peso (a relação Peso Novo / Dólar passou de 3,37, em 1994, para 6,41, em 1995), além do aumento da taxa de juros, resultando numa queda da atividade econômica. Segundo RADELET & SACHS (1998), o PIB caiu 6,22%, porém, apesar da crise, o governo conseguiu assegurar um relativo equilíbrio orçamentário (superávit de 4,44% do PIB. Grande parte do ajuste requerido no balanço de pagamentos e no sistema financeiro pôde ser absorvido sem impactos significativos no orçamento.

O crescimento econômico foi retomado graças à agilidade em conduzir as políticas fiscais, monetárias, cambiais e as reformas no sistema bancário. A partir de então, o desafio seria garantir que os problemas não voltassem a se repetir, o que exigiria ações que assegurassem a supervisão e mecanismos que garantissem a qualidade dos empréstimos dos sistema bancário.

No caso do México, pode-se verificar que a política proposta pelo FMI combinou fatores característicos para a interpretação de uma crise de balanço de pagamentos combinada com crise financeira, porém a condução da política

monetária e fiscal restritiva demonstra a manutenção de elementos do análise padrão do Fundo.

4.3.2 A Crise dos Países do Sudeste Asiáticos

Segundo RADELET & SACHS (1998), durante o segundo semestre de 1997, o FMI assinou acordo com Tailândia, Indonésia e Coréia do Sul. Os programas foram elaborados para atuar nas seguintes frentes:

- a) Um pacote de empréstimos para os Bancos Centrais, que poderiam ser utilizados direta ou indiretamente para suportar as dívidas devidas aos credores internacionais e para estabilização da taxa de câmbio;
- b) Reforma na estrutura macroeconômica baseada em um orçamento equilibrado, altas taxas de juros e restrição do crédito doméstico;
- c) Reforma no setor financeiro, exigindo ações imediatas quanto a algumas instituições financeiras e intensificação da supervisão do setor. Além de outras medidas como desmonopolização e privatização, visando maior transparência e competitividade do sistema econômico.

Os pacotes de financiamento têm significativa importância, pois representam um dos fatores chave na tentativa de reversão das crises ocorridas. Em todos os países, o financiamento visava desempenhar a função de prover reservas para o que o Banco Central pudesse suportar as dívidas vencidas e minimizar os efeitos maléficos sobre a taxa de câmbio.

Os pacotes oficiais de assistência financeira eram compostos por recursos do FMI e por outras instituições como o Banco Mundial e o Banco de Desenvolvimento da Ásia, além de suportes bilaterais. Segundo BOORMAN et al. (2000) os programas de assistência buscavam reduzir o desajuste na conta corrente, gerado pela fuga de capitais, e restaurar a confiança dos investidores, tentando reverter o sentido dos fluxos de capital.

Os pacotes oficiais de assistência foram além dos limites anteriormente utilizados. Segundo RADALET & SACHS (1998), o suporte financeiro dirigido aos países asiáticos somou US\$ 110 bilhões, sendo US\$ 18 bilhões destinados à Tailândia, US\$ 35 bilhões à Indonésia e US\$ 57 bilhões para a Coréia. Porém este

suporte foi implementado em etapas e sob algumas condições, os países poderiam sacar as parcelas do financiamento desde que cumprissem as exigências estabelecidas. Desta forma haveria o incentivo para o cumprimento das políticas acordadas e se conteria os problemas oriundos do risco moral.

Para BOORMAN et al. (2000), os programas de financiamento representavam uma fachada, visando alterar as expectativas dos agentes. Principalmente nos casos das economias asiáticas, em que o montante desembolsado no primeiro semestre de atuação do programa não foram suficientes sequer para honrar as dívidas de curto prazo. A Tabela 4 demonstra os valores efetivamente desembolsados durante o programa.

TABELA 4 – PACOTES DE ASSISTÊNCIA FINANCEIRA

	Pacote Original	Desembolsado em dez/97	Desembolsado em dez/98
Indonésia			
FMI	10,0	3,0	3,0
Banco Mundial	4,5	0,0	0,0
Banco de Desenvolvimento da Ásia	3,5	0,0	0,0
Fontes Bilaterais	22,0	0,0	0,0
Total	40,0	3,0	3,0
Dívida Externa de Curto Prazo	33,2		
Reservas Externas Líquidas	24,5		
Coréia			
FMI	21,0	8,2	13,7
Banco Mundial	10,0	3,0	5,0
Banco de Desenvolvimento da Ásia	4,0	2,0	3,0
Fontes Bilaterais	22,0	0,0	0,0
Total	57,0	13,2	21,7
Dívida Externa de Curto Prazo	100,0		
Reservas Externas Líquidas	6,2		
Tailândia			
FMI	4,0	2,4	2,7
Banco Mundial	1,5	0,0	0,5
Banco de Desenvolvimento da Ásia	1,2	0,0	0,6
Fontes Bilaterais	10,5	4,9	6,4
Total	17,2	7,3	10,2
Dívida Externa de Curto Prazo	36,9		
Reservas Externas Líquidas	1,6		
Fonte: DENARDIN (2002)			

No caso da Tailândia, onde o montante de reservas era de apenas US\$ 1,6 bilhões e dívida de curto prazo representava US\$ 36,9 bilhões, o pacote de

financiamento foi totalmente desembolsado, enquanto que no caso da Indonésia - tendo em vista sua situação mais confortável, apresentando um volume de reservas de US\$24,5 bilhões e de dívidas com o valor de US\$ 33,2 bilhões -, dos US\$ 40 bilhões propostos apenas US\$ 6 bilhões foram efetivamente desembolsados. Para a Coreia, que apresentava um estoque de dívida de US\$ 100 bilhões e um volume de reservas de apenas US\$ 6,2 bilhões, o efetivo desembolso foi de US\$ 34,9 bilhões. Cabe ainda salientar que os recursos não foram disponibilizados em uma única parcela e que os valores desembolsados na primeira parcela não eram suficientes para atender as reais necessidades dos países.

Para o Fundo, apenas o anúncio de um pacote assistencial, com algumas prescrições políticas, seria suficiente para restabelecer a confiança dos investidores e desencadear uma resposta favorável por parte do setor privado. Entre agosto e dezembro de 1997, o programa falhou ao tentar restabelecer a confiança do mercado. Segundo RADELET & SACHS (1998), nos três países asiáticos houve uma depreciação, além da prevista, na taxa de câmbio, seguida pelo aumento das taxas de juros. Os investidores não se convenceram da capacidade dos devedores privados honrarem as dívidas e contribuíram para o esgotamento do estoque de reservas.

BOORMAN et al. (2000) observa que as falhas ocorridas durante as crises asiáticas, fizeram com que o FMI reconsiderasse suas políticas, um exemplo é a provisão de um “floating tranches” no programa brasileiro, em 1998.

4.3.2.1 Políticas de Ajustamento Propostas pelo FMI aos Países Asiáticos

Em ambientes onde as expectativas de desvalorização cambial se ampliam, as reservas em moeda estrangeira iniciam um rápido processo de esgotamento, então faz-se necessário uma mudança na taxa de câmbio ou no regime cambial.

No caso dos países asiáticos observou-se:

“ Before the countries turned to the IMF for support, market pressures had forced them to abandon the formal or informal exchange rate pegs that had been the central pivot of their policies. Re-pegging at a more depreciated rate was rejected, as this would have required a commitment to use monetary policy unstintingly to defend the rate, and reserves were depleted (in all countries except Indonesia).

Once the decision had been taken not to try to re-peg, it became difficult to make any alternative anchor credible – such as an inflation target, a monetary target, or a commitment to re-peg at pre-crisis parities once markets calmed down.” (BOORMAN et al., 2000, p.8)

Conforme as reservas em moeda estrangeira vão se tornando mínimas e não há outras fontes de recursos disponíveis, a única alternativa é deixar que a taxa de câmbio seja ajustada de acordo com as leis do mercado, pois, sob regime de câmbio flutuante, a possibilidade de ocorrência de uma crise cambial é reduzida se comparado a ocorrida sob o regime de câmbio fixo.

De acordo com as sugestões do FMI, deve-se adotar políticas rígidas que possam conter as eventuais pressões sobre as moedas, sem tentar perseguir qualquer nível específico para a taxa de câmbio.

Com relação à política monetária, o Fundo estabelece uma política restritiva, com reflexos sobre o aumento da taxa de juros, com o objetivo de conter o “overshooting” da taxa de câmbio nominal e evitar a espiral depreciação-inflação. A partir do momento em que se assume o regime de câmbio flutuante, os gestores da política econômica devem concentrar-se em restabelecer a confiança dos agentes em suas moedas.

De acordo com o FMI, para inibir a migração dos agentes da moeda doméstica para a moeda estrangeira, nada mais eficiente que elevar as taxas de juros. Desta forma, com os ativos domésticos mais atrativos, é possível amenizar os efeitos de uma eventual especulação contra a moeda.

Na Tabela 5 pode-se verificar o comportamento das taxas de juros nominais, da base monetária e das taxas de câmbio nominais para Tailândia, Coréia e Indonésia.

TABELA 5 – TAXA DE JUROS, BASE MONETÁRIA E TAXA DE CÂMBIO

	1997				1998				1999			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Tailândia												
Taxa de Juros	11,31	11,99	19,32	15,74	20,64	18,03	9,57	3,84	2,69	1,48	1,51	1,41
Base Monetária	486,3	519	495	531,4	491,3	462,9	478,8	507,6	497,9	452,8	495	785,8
Taxa de câmbio	25,97	25,97	36,52	47,24	38,8	42,31	39,3	36,69	37,64	36,84	40,97	37,47
Coréia												
Taxa de Juros	11,9	12,2	12,4	16,4	23,9	18,6	10,2	7,2	5,7	4,8	4,8	4,8
Base Monetária	20466	20739	22274	22519	22035	20799	22026	20702	22412	21434	24840	28487
Taxa de câmbio	897,1	888,1	914,8	1695	1383	1373	1391	1204	1227	1157	1216	1138
Indonésia												
Taxa de Juros	12,13	13,58	44,5	41,05	57,92	66,31	74,18	52,76	39,96	28,95	13,21	12,22
Base Monetária	37840	44988	43041	51014	62854	76508	77805	81570	80175	77478	82289	102043
Taxa de câmbio	2419	2450	3275	4650	8325	14900	10700	8025	8685	6726	8386	7085

Fonte: DENARDIN (2002)

Nota: As taxas de câmbio representam a relação moeda doméstica/US\$

Na Tailândia, a depreciação na taxa de câmbio nominal, durante o ano de 1997, foi de aproximadamente 80%. A taxa de juros atingiu seu nível mais alto no início de 1998, sendo 82% superior a taxa apresentada no mesmo período do ano anterior. Juntamente com a elevação da taxa de juros, percebe-se um rígido controle sobre a base monetária. Na Coreia, a depreciação cambial foi de 90%, durante 1997, a taxa de juros praticada no primeiro trimestre de 1998 representou mais que o dobro da taxa observada no mesmo período de 1997. A exemplo da Tailândia, observa-se que, logo após a crise, a base monetária foi mantido sob controle. O pior dos casos, entre os três países, foi o da Indonésia, que apresentou as mais altas taxas de juros que, devido ao descontrole da base monetária, não foram suficientes para conter as sucessivas depreciações cambiais.

Segundo BOORMAN et al. (2000), na Tailândia e na Coreia, com a restrição da política monetária, pôde-se observar uma estabilização nas taxas cambiais e um declínio gradual nas taxas de juros. Porém no caso da Indonésia, logo após o programa de auxílio do Fundo, a política monetária mudou de direção para evitar o aprofundamento do colapso do sistema bancário e a turbulência política. Com a fuga

de capitais e o esgotamento das reservas, o controle sobre a base monetária foi perdido, visto que o impacto restritivo foi superado com a expansão da liquidez gerada pelo Banco Central ao tentar socorrer o sistema bancário. Como resultado houve uma rápida expansão da moeda nominal e da oferta de crédito para amenizar a depreciação cambial e a inflação.

A política monetária proposta pelo Fundo apresentou algumas limitações. Dada a alta relação dívida / patrimônio líquido das empresas e a existência de problemas estruturais no setor financeiro, o aumento nas taxas de juros podem elevar ainda mais a vulnerabilidade da economia. Estes fatores, combinados com elevados compromissos em moeda estrangeira, podem aprofundar as restrições na concessão de créditos ao setor privado e a depreciação da moeda, promovendo um efeito negativo sobre o setor real da economia.

Nos três países asiáticos verificou-se o declínio na taxa de crédito real para o setor privado, que segundo LINDGREN (1999), pode ter derivado tanto de mudanças na demanda quanto na oferta de crédito. Por um lado a demanda por crédito diminui com a redução do consumo e do investimento num ambiente de incertezas, por outro lado, os tomadores de empréstimos perdem a credibilidade, e os bancos têm sua disposição a emprestar reduzida, mesmo mediante altas taxas de juros. Além disso, a necessidade de manter provisão para perdas afeta a habilidade dos bancos em oferecer empréstimos, reduzindo a oferta de créditos.

Conforme análise de LINDGREN (1999), o FMI estabeleceu que, na Indonésia, os bancos deveriam se adequar ao capital mínimo exigido de 8% até o final de 2001. Na Coreia o capital mínimo exigido era de 6% até março de 1999 e 8% até março de 2000. Na Tailândia o capital mínimo a ser atingido deveria ser 8,5% até o final de 2000.

Ainda segundo LINDGREN (1999), algumas medidas para aliviar a redução de crédito nos três países foram as facilidades para a aquisição de empréstimos para pequenas e médias empresas e para exportação e assistência a recapitalização, entre outras.

As elevações das taxas de juros durante os ataques às moedas e a manutenção de altas taxas após os ataques demonstram que as antigas táticas para combater os desequilíbrios externos através de políticas contracionistas foram utilizados, embora incorporando novos elementos.

Conforme o modelo padrão de análise do FMI, os desequilíbrios fiscais e seu financiamento via expansão monetária representavam os determinantes fundamentais no desencadeamento da crise. Estes desequilíbrios não representaram características das economias emergentes, no período pré-crise. Segundo LANE & TSIKATA (1999), os balanços dos governos, nos três países asiáticos vinham apresentando superávits entre 1990 e 1996. Esta posição favorável deve-se ao esforço despendido ao longo dos anos em busca do equilíbrio.

A Tabela 6 demonstra alguns indicadores econômicos selecionados, que demonstram o bom desempenho nas economias dos três países asiáticos no período pré-crise.

TABELA 6 – INDICADORES ECONÔMICOS PARA AS ECONOMIAS SELECIONADAS

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Indonésia										
Crescimento do PIB Real	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	4,6	-13,6	-3,9
Inflação	7,8	9,4	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	60,7	25,4
Balanço do Governo/PIB	1,34	0,04	-1,15	-0,71	0,01	0,77	1,16	-0,67	-4,46	-6,48
Coréia										
Crescimento do PIB Real	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5	-5,5	2,0
Inflação	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	1,8
Balanço do Governo/PIB	-0,67	-1,62	-0,49	0,64	0,32	0,35	0,28	0,28	-3,78	-5,12
Tailândia										
Crescimento do PIB Real	11,6	8,1	8,2	8,5	8,6	8,8	5,5	-0,4	-8,0	1,0
Inflação	6,0	5,7	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1	0,5
Balanço do Governo/PIB	4,9	4,41	2,53	1,98	1,98	2,49	1,04	-1,62	-2,88	-3,84

Fonte: LINDGREN et al. (1999)

Pode-se verificar que, antes da crise, as taxas médias de crescimento econômico para os três países estavam ao redor de 8% e que a inflação estava totalmente sob controle. Após o desencadeamento da crise, verifica-se uma forte deterioração dos indicadores, houve uma forte retração do PIB e um significativo aumento do déficit público. No caso da Indonésia, a taxa de inflação saiu do controle, alcançando 60,7% em 1998.

Visto que o déficit fiscal e a sustentabilidade da dívida pública não representavam um problema, LANE & TSIKATA (1999) argumentam que a responsabilidade pelas crises passou a ser atribuída ao setor privado, como reflexo da instabilidade no setor financeiro. Por conta disso, as medidas de ajuste fiscal propostas pelo FMI, revelaram-se mais flexíveis.

Segundo BOORMAN et al. (2000), a principal tarefa dos gestores de políticas era de manter a situação de equilíbrio nas contas públicas, que já era verificada anteriormente. As políticas fiscais acordadas visavam manter a estratégia que vinha sendo seguida, absorvendo o ajustamento da conta corrente e a reestruturação do setor financeiro para resgatar a credibilidade dos investidores.

Segundo DENARDIN (2002), o Fundo interpretava que quanto maior fosse a capacidade dos desequilíbrios macroeconômicos serem absorvidos pelo ajuste fiscal, melhor seria o efeito positivo sobre a conta corrente e menor a necessidade de depreciação cambial. Reduzindo as expectativas de desvalorização da moeda, o ajuste fiscal elimina a necessidade de monetização dos déficits, reduzindo as expectativas de aumento da inflação.

Segundo RADELET & SANCHS (1998), as metas estabelecidas pelo programa do FMI foram: para Tailândia, um superávit de 1%, entre 1997/98, o que exigiria um ajuste fiscal de 2,6% do PIB, dado que o país registrava um déficit de 1,6% do PIB em 1997); para Indonésia, foi exigido uma contração fiscal de 1% do PIB em 1997/98 e de 2% do PIB em 1998/99; para a Coreia, a meta de ajustamento foi de 1,5% do PIB.

As políticas fiscais, inicialmente acordadas, estavam baseadas na suposição de que o crescimento econômico seria contínuo, embora a uma taxa mais lenta. Além disso, acreditava-se que a depreciação da moeda seria modesta, podendo ser absorvida pelos ajustes fiscais. Porém, estas concepções não se verificaram. A magnitude dos desequilíbrios observados (queda de 13,6% do PIB na Indonésia, 5,5% na Coreia e 8% na Tailândia, em 1998; além dos déficits públicos que representaram 4,46% e 6,48% do PIB na Indonésia, 3,78% e 5,12% na Coreia e 2,88% e 3,84% do PIB na Tailândia, nos anos de 1998 e 1999 respectivamente), demonstrou que a tentativa de absorvê-los, mantendo o orçamento equilibrado, seria extremamente danoso para as economias.

Quando a recessão mostrou-se mais severa do que o esperado, a estratégia passou a permitir um crescimento do déficit necessário para ajustar a atividade econômica.

Segundo LANE & TSIKATA (1999), as políticas propostas pelo Fundo foram alteradas, durante as sucessivas revisões, permitindo que os déficits fiscais absorvessem as mudanças do ambiente econômico. Como resultado da flexibilização das políticas, o efeito líquido das medidas foi expansionista na Coreia e na Tailândia.

Estes fatos contrastam com a idéia de que o FMI aplica sempre a prescrição de políticas com severa austeridade fiscal. Embora, inicialmente, o Fundo sugerisse a manutenção do equilíbrio fiscal apresentado pelos países até então, ao perceber que essa estratégia seria impraticável, concordou com a flexibilização dos déficits fiscais como elementos estabilizadores.

De acordo com BOORMAN et al. (2000), a expansão fiscal não foi maior devido ao conservadorismo fiscal das autoridades econômicas, além da dificuldade em administrar uma mudança nos gastos e nos impostos.

O FMI têm se tornado cada vez mais exigente no que tange as condicionalidades de políticas estruturais impostas aos países que recorrem ao seu auxílio. A justificativa apresentada pelo Fundo para a recente concentração nas reformas estruturais é criar condições físicas e institucionais necessárias para que os mecanismos de mercado possam funcionar de maneira eficaz.

Para o FMI era pouco provável que algum dos países em crise estivesse apto a sustentar sua recuperação sem antes realizar uma reforma em suas bases estruturais. Desta forma, para o fortalecimento da estrutura econômica de um país, a instituição acredita ser necessário, combinar políticas macroeconômicas e reformas estruturais eficientes.

As políticas estruturais que passaram a fazer parte dos programas de estabilização, para GOLDSTEIN (2000), não têm como meta a administração da demanda agregada, e sim melhorar a eficiência no uso dos recursos e aumentar a capacidade produtiva da economia. Em geral, as reformas contemplaram a reestruturação do mercado financeiro; a liberalização no comércio, no mercado de capitais e no sistema de taxas de câmbio; privatizações de empresas públicas; políticas de tributação e gastos; reformas no mercado de trabalho; transparência e

eficiência incluindo medidas anti-corrupção, políticas para redução da pobreza e criação de uma rede de seguridade social; e políticas ambientais.

As reformas estruturais estiveram centradas no âmbito do sistema financeiro e das corporações, graças às percepções de que falhas estruturais existentes neste setor seriam os determinantes da crise. De acordo com LINDGREN (1999), as razões para as reformas no setor financeiro estarem no núcleo dos programas conduzidos pelo FMI são: a) o fato de que a fraqueza no setor foi apontada como a maior causa da crise; b) o restabelecimento do sistema financeiro era crucial para a recuperação da estabilidade econômica; c) restaurar a credibilidade nos bancos era essencial para a retomada dos fluxos de recursos para os sistema; e d) a crise gerou condições para que os governantes conduzissem reformas que já haviam sido planejadas.

A crise financeira tornou evidente a gravidade dos problemas e explicitou a magnitude dos desafios que deveriam ser enfrentados para corrigir a ineficiência do setor financeiro nas economias asiáticas. O estudo de BOORMAN et al. (2000) aponta os seguintes desafios que o FMI teria que enfrentar: a) adoção de medidas para conter as corridas bancárias; b) proteger o sistema de pagamentos e limitar a rápida acumulação de perdas; c) promover a recapitalização das instituições viáveis e reestruturar ou fechar as que se apresentassem como insolventes; d) fortalecer as estruturas regulatórias.

Nos três países asiáticos, o acordo com o FMI foi negociado com rapidez e as medidas emergenciais para conter a crise bancária foram determinadas imediatamente. Uma das medidas era prover um suporte de liquidez para compensar a saída dos depósitos e créditos em algumas instituições.

As estratégias para conter a agitação do setor financeiro adotadas por cada país variavam de acordo com as circunstâncias locais, as preferências dos governos e a profundidade das crises. Porém algumas medidas ocorreram com certa uniformidade nos três países, principalmente no que diz respeito às medidas para assegurar a extinção de instituições insolventes, o fortalecimento das que permaneceriam em funcionamento, a reestruturação das corporações e a adoção de reformas institucionais para ajudar a prevenir futuras crises.

Alguns rearranjos no setor bancário foram necessários para conter a acumulação de perdas, o rápido crescimento do suporte de liquidez e para retomar a confiança do mercado. Na Indonésia, 4 dos 7 bancos comerciais foram fundidos em

um único banco comercial; 64 bancos comerciais foram fechados; e o Estado interviu em 12 instituições. Na Coreia, a fusão de 9 bancos comerciais e 2 bancos mercantis criou 4 novos bancos comerciais; 5 bancos comerciais, 17 bancos mercantis e outras 100 instituições financeiras foram fechados. Na Tailândia, houve três fusões envolvendo 5 bancos comerciais e 12 instituições financeiras; 56 companhias financeiras e 1 banco comercial foram fechados; e a intervenção estatal foi necessária em 6 bancos comerciais e 12 companhias financeiras.

Para garantir a melhoria da supervisão do sistema financeiro, os instrumentos a disposição das autoridades foram fortalecidos. Segundo LINDGREN (1999), na Indonésia, uma nova lei estabeleceu autonomia ao Banco da Indonésia, e a responsabilidade de supervisão passou para uma nova agência, criada em 2002. Na Coreia, uma nova autoridade supervisora autônoma foi criada. Na Tailândia a supervisão tem se tornado mais autônoma e fortalecida.

Na concepção do FMI, medidas preventivas, com melhor regulamentação e supervisão garantiriam um melhor gerenciamento de bancos e corporações, contribuiriam para um mercado mais disciplinado e preveniriam futuras crises.

4.3.3 A Crise Russa de 1998

O processo de transição de uma economia socialista para uma economia capitalista enfrentado pela Rússia foi turbulento, marcado por elevados déficits públicos.

No início dos anos 90, a monetização dos déficits levou ao aumento da inflação. Para contornar o processo inflacionário, na segunda metade da década, o governo passou a financiar seus déficits através de empréstimos, resultando num crowding out nos investimentos privados.

Em 1998, tanto o orçamento público quanto o sistema financeiro estavam fragilizados. O governo necessitava do sistema bancário para canalizar as poupanças internas e externas para o Estado. A principal fonte de lucro dos bancos era as taxas de juros pagas pelos títulos do governo. O país encontrava-se fortemente vulnerável às transformações da economia internacional.

Com a crise dos países asiáticos, o governo russo perdeu a credibilidade dos agentes em cumprir com suas obrigações. Uma corrida contra a moeda doméstica foi iniciada e o governo acabou declarando moratória.

Após um ano de negociações, o governo russo acatou as propostas do FMI. Em julho de 1999, foi assinado o acordo onde o governo russo se comprometia a reduzir o déficit orçamentário, estabilizar a taxa de câmbio, melhorar os procedimentos para execução de falências e reestruturar o sistema bancário. (VASILIEV, 2000)

A redução do déficit é uma das condições para a liberação do empréstimo, a meta estabelecida pelo FMI é de que o déficit não ultrapasse 4%. Em 1998, o déficit do governo russo representava 5% do PIB. Segundo VASILIEV (2000), a maior parte das despesas públicas correspondiam aos serviços da dívida (que representavam aproximadamente 4% do PIB), por isso o FMI estabeleceu que a Rússia deveria apresentar um superávit primário de 2% do PIB, que foi atingido através do aumento dos preços do petróleo e do gás e de uma maior arrecadação de impostos do setor industrial, que teve sua produção aumentada em 8%, em 1999.

Segundo VASILIEV (2000), outro item integrante do acordo com o Fundo foi que se intensificasse a supervisão e regulamentação do sistema bancário. Além disso, o aumento da eficiência na alocação das poupanças deveria ser buscado.

A crise manifestada em agosto em 1998 revelou a fragilidade do setor bancário. Os bancos se expunham ao risco, comportando-se como jogadores, ao invés de coletar poupança e realizar empréstimos. A razão para este comportamento foi a falta de supervisão. Para contornar este problema criou-se a Agência para Reconstrução e Organização do Crédito (ARCO), com o objetivo de facilitar a reestruturação e consolidação dos bancos. Porém, por questões políticas, esta instituição não obteve sucesso.

Outra fragilidade da economia russa era seu processo de falência, que ao invés de promover a liquidação de empresas insolventes, encoraja-as a reorganizar os negócios problemáticos. Segundo VASILIEV (2000), a lei permite a reorganização de negócios problemáticos quando os investidores ou credores deixam de reclamar por seus ativos e, mesmo que reclamem, uma assembléia pode decidir-se contra o interesse dos credores.

O acordo com o FMI previa uma emenda na lei de insolvência para eliminar distorções, porém esta reforma não foi implementada durante o ano de 1999 e foi incluída na lista de compromissos não cumpridos.

No semestre que sucedeu a crise, houve uma intensa fuga de capitais (cerca de US\$ 1,5 bilhões por mês) e o rublo sofreu uma desvalorização de 400%.

Segundo VASILIEV (2000), algumas medidas foram implementadas pelo governo russo para impedir a fuga de capitais: as empresas importadoras, que se utilizavam de moeda estrangeira, passaram a ser fiscalizadas; as reservas em rublo foram aumentadas, para que os bancos mantivessem mais rublos e menos moeda forte.

DENARDIN (2002) argumenta que o FMI se opõe a qualquer forma de controle sobre os fluxos de capitais e inicialmente propôs a fixação do rublo a alguma moeda forte e que, combinado a esta estratégia, houvesse restrições fiscais com severo controle monetário. Entretanto, o governo russo se recusou a aceitar estas restrições, preferindo a condução da política monetária dentro do regime de câmbio flexível. O Banco Central da Rússia buscou monitorar a inflação e taxa de câmbio, através de uma política de sintonia fina sobre a base monetária. Neste sistema, os controles sobre o movimento de capitais seriam removidos gradativamente e o Banco Central interviria no mercado de câmbio para conter excessos.

Apesar do descontrole apresentado pela taxa de inflação (60%) em 1999, no primeiro trimestre de 2000, a inflação caiu para 4%. O Banco Central conseguiu manter o rublo sobre relativo controle. E, no que diz respeito às políticas monetária e cambial, as condições estabelecidas pelo Fundo foram satisfeitas. (VASILIEV, 2000)

Devido a não implementação das reformas estruturais exigidas no acordo, o FMI acabou por suspender o desembolso dos recursos prometidos, desta forma, de um montante de US\$ 18,5 bilhões comprometidos, apenas US\$ 4,5 bilhões foram efetivamente desembolsados. (SOROS, 1998)

4.3.4 A Crise Brasileira de 1999

No Brasil, a rápida integração da economia ao sistema financeiro internacional e a liberalização para entrada de capitais, na década de 1990, provocaram, segundo análise de MORVAN (2000), uma forte pressão competitiva no setor bancário. A transformação no setor financeiro doméstico trouxe às corporações tomadoras de empréstimos a possibilidade de negociar diretamente com grandes bancos multinacionais, que ofereciam taxas mais atrativas e facilidades para o acesso aos fundos. Os bancos tornaram-se grandes intermediários dos fluxos de

investimento estrangeiro e fizeram com que a disponibilidade de crédito para o Brasil crescesse significativamente.

Com a introdução do Plano Real, tanto o processo de liberalização financeira, quanto o processo de estabilização dos preços, que, de acordo com MORVAN (2000), gerou a perda de receitas inflacionárias da ordem de US\$ 8,6 bilhões ao ano pelo setor bancário, geraram um ambiente de intensa competição no setor e transformaram as operações de crédito na principal fonte de receitas dos bancos.

CARDOSO & HELWEGE (1999) argumentam que devido a forte restrição da política monetária imposta pelo Plano Real, o nível de reservas a serem mantidas pelos bancos sofreu um aumento significativo (de 26% durante o primeiro semestre de 1994, para 64% no período entre novembro de 1994 e abril de 1995), que somado a redução da taxa de inflação, causaram o declínio das receitas inflacionárias dos depósitos bancários, o aumento dos spreads sob as taxas de juros, a elevação na taxas de juros reais e o crescimento da parcela de empréstimos não honrados.

Tendo em vista o aumento de empréstimos não honrados ao sistema financeiro, pode-se concluir que as operações de crédito ocorreram sobre precárias bases de informações. Caracterizando uma situação em que o crescimento no volume de empréstimos não veio acompanhado pela melhora de sua qualidade.

De acordo com MORVAN (2000), a expansão do crédito bancário em um ambiente com informações imperfeitas, tornaram o setor bancário brasileiro bastante vulnerável. Esta situação somada ao risco de contágio de choques externos criou a possibilidade de um ataque especulativo.

Uma vez detectados os problemas, o Banco Central passou a intervir ativamente em bancos e instituições financeiras. Após a falência de dois grandes bancos, um programa de assistência para bancos privados foi criado, o chamado Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Essas ações evitaram que o setor bancário brasileiro fosse mais duramente atingido pelas crises financeiras que se espalhavam. (CARDOSO & HELWEGE, 1999)

Segundo CARDOSO & HELWEGE (1999), a crise mexicana abalou a confiança dos investidores, a crise asiática trouxe um breve pânico, porém a crise russa teve o maior impacto sobre a economia brasileira. As reservas em moeda

estrangeira, que se encontravam acima dos US\$ 70 bilhões entre abril e julho de 1998, caíram para US\$ 30 bilhões em agosto do mesmo ano. O governo lutava para defender o regime de câmbio fixo.

Com a turbulência apresentada pelos mercados financeiros internacionais, as autoridades econômicas brasileiras tentaram evitar que a economia fosse contaminada pela crise russa, buscando recursos financeiros junto à órgãos internacionais.

Segundo DENARDIN (2002), um pacote de assistência financeira foi assinado com o FMI, disponibilizando US\$ 41,5 bilhões ao Brasil (US\$ 18 bilhões provenientes do FMI, US\$ 4,5 bilhões do Banco Mundial, US\$ 4,5 bilhões do Banco Interamericano de Desenvolvimento e US\$ 14,5 bilhões de países como EUA, Inglaterra, Itália, França e outros.

Segundo CARDOSO & HELWEGE (1999), aproximadamente US\$ 9,2 bilhões foram desembolsados ainda em dezembro de 1998, os próximos desembolsos estavam condicionados ao cumprimento das metas estabelecidas para os próximos três anos. Inicialmente, as Necessidades de Financiamento do Setor Público deveriam ser reduzidas de 8% do PIB, em 1998, para 4,7% do PIB, em 1999.

A fuga de capitais, a falta de progresso fiscal, a resistência empresarial ao aumento dos juros e a crescente pressão pela correção da taxa de câmbio, então sobrevalorizada, forçaram o governo a abandonar o regime de câmbio fixo e permitir sua livre flutuação, em janeiro de 1999. O mercado se ajustaria livremente e as reservas internacionais não se esgotariam.

Em março de 1999 o acordo com o FMI foi revisto e os objetivos fundamentais a serem atingidos passaram a ser a limitação do impacto inflacionário da desvalorização cambial através do aumento da taxa de juros (que chegou a 45% ao ano); e impedir um sobressalto na relação dívida / PIB, através da geração de superávits primários no balanço fiscal. (CARDOSO & HELWEGE, 1999)

Para o ajuste fiscal, as metas estabelecidas eram superávits primários de 2,6% do PIB, em 1999, de 2,8% do PIB, em 2000, e de 3% do PIB, em 2001. Para cumprir estas metas, o governo brasileiro aumentou suas receitas, através do aumento da taxa da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) e do aumento e extensão da cobrança da Contribuição Social (Cofins), além de

maior eficiência na arrecadação tributária. Além disso, cortou despesas na ordem de 1,1% do PIB.

Como pôde-se verificar na Tabela 2, os indicadores para a economia brasileira evidenciam que o grau de exposição financeira exibido era inferior ao padrão observado nos demais países atingidos pela crise. A relação Passivo Externo / Reservas apresentada pelo Brasil era a mais baixa entre os países selecionados e a relação Crédito ao Setor Privado / PIB sofreu uma redução no período entre 1994 e 1998.

Segundo KRUEGER (2000), o Brasil apresentou um reduzido grau de exposição financeira se comparado aos países asiáticos, pois apresentava um sistema financeiro relativamente saudável e teve seu processo de ajustamento facilitado e menos traumático que os outros países.

O programa do FMI que antecedeu a crise contribuiu para o ajustamento, dando um tempo para que o setor financeiro reduzisse suas exposições ao risco. Muitos bancos anteciparam a desvalorização e se posicionaram para obter lucros em contratos futuros com moeda estrangeira ou protegeram-se mantendo títulos atrelados ao dólar. Desta forma, o risco de uma crise no sistema financeiro não ameaçou o equilíbrio fiscal, como ocorreu na Ásia e no México.

Outros fatores que facilitaram o ajustamento foram: o processo de reestruturação do setor bancário, logo após a introdução do Plano Real; e o processo regulatório e de supervisão introduzidos no setor.

O Brasil já apresentava um significativo avanço nas suas reformas estruturais, e a responsabilidade por estes avanços pode ser atribuída ao PROER, que possibilitou que o Banco Central pudesse conduzir uma profunda reforma no sistema financeiro, reestruturando o setor e mantendo em funcionamento apenas as instituições realmente solventes. O PROER possibilitou que o Banco Central impusesse o que antes era apenas sugerido.

Segundo GOLDSTEIN (2000), as políticas econômicas adotadas no Brasil foram bastante eficientes, levando em conta a habilidade desenvolvida pela economia em absorver os sucessivos choques externos. A economia brasileira criou mecanismos para internalizar as externalidades sem submeter-se a violentas crises.

Embora o setor financeiro do Brasil tenha sido afetado pelos choques econômicos sofridos desde a implantação do Plano Real, não há evidências para atribuir a responsabilidade da crise cambial, desencadeada em 1999, a crises

financeiras. Portanto os modelos de terceira geração se adaptam melhor às demais crises ocorridas na década de 1990, do que à crise brasileira.

4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Num ambiente em que o sistema financeiro apresenta-se fragilizado e os agentes passam a desacreditar na capacidade do Banco Central em defender a taxa de câmbio, um ataque especulativo contra a meda doméstica é praticamente inevitável. As desvalorizações cambiais ocorridas após o início de uma crise financeira contribuem para o seu aprofundamento gerando um ciclo que se auto-alimenta.

Considerando a ocorrência simultânea de crises no balanço de pagamentos e no sistema financeiro, a solução da crise é dificultada, pois qualquer ação empreendida para minimizar uma crise no balanço de pagamentos pode agravar a crise no sistema bancário. O desafio deriva do conflito entre as estratégias para combate das crises. Uma crise de balanço de pagamentos exige mudanças na taxa de câmbio e restrições nas políticas monetária e fiscal, enquanto que para combater uma crise financeira o ideal é flexibilizar a política monetária e manter a taxa de câmbio nominal.

A natureza financeira das recentes crises destaca a importância de elementos microeconômicos na sua determinação. Por conta disto as políticas microeconômicas vêm ocupando cada vez mais espaço nos programas de ajustes conduzidos pelo FMI, haja visto a importância atribuída aos mercados financeiros e à imposição de condicionalidades vinculando a execução das políticas à liberalização dos recursos financeiros. Isto ficou explícito nos acordos fechados com México, Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia, Rússia e Brasil.

Com relação às políticas macroeconômicas sugeridas, verifica-se uma certa cautela por parte do Fundo no sentido de evitar excessos. No momento em que se detectou um aprofundamento da crise nos países asiáticos, o FMI procurou se tornar mais flexível no que tange às restrições impostas, assumindo um crescimento do déficit para absorver os ajustes no sistema financeiro e acomodar a atividade econômica.

GOLDSTEIN (2000) julga a intervenção do Fundo nas economias em crise como exageradas, mas aponta algumas razões para justificar este fenômeno:

- a) Durante as décadas de 1970 e 1980, os programas do FMI foram criticados por países em desenvolvimento por serem orientados pela demanda, deixando de dar a devida atenção ao crescimento econômico, à distribuição de renda e às reformas no lado da oferta. Então, novos programas contendo novas linhas de empréstimos, mais favoráveis, e reformas estruturais foram criados em favorecimento aos países com baixa renda;
- b) A maior responsabilidade de supervisão, atribuída ao FMI, permitiu que as missões encaminhadas aos países em crise se familiarizassem aos problemas estruturais, o que gerou uma maior disposição para incluir as condicionalidades estruturais nos programas, especialmente quando as fraquezas estruturais eram interpretadas como responsáveis pelas vulnerabilidades que geraram as crises;
- c) As grandes transformações ocorridas nas economias em transição, na década de 1990, fizeram com que as políticas estruturais e a construção de uma infra-estrutura voltada para o mercado ocupassem o centro das atenções. E o FMI teve um importante papel fornecendo assistência técnica e financeira para estas economias;
- d) O FMI vem assumindo outras responsabilidades além de promover a estabilidade macroeconômica e financeira e de colaborar com os países que necessitam de auxílio para administrar crises. Desde meados de 1980 que a preocupação com o crescimento econômico e sua qualidade vem ganhando espaço nas ações do Fundo;
- e) Além de conservar as tradicionais políticas fiscais e monetárias os programas do FMI incorporaram políticas estruturais dirigidas a reestruturação do sistema financeiro, dada ao envolvimento de problemas no balanço de bancos e corporações nas recentes crises;
- f) Ações prévias e uma extensa gama de condicionalidades foram exigidas dos países que assinaram acordos, dado o problema histórico em obter a cumplicidade dos países com os programas acordados;

- g) O FMI desenvolveu reputação para estar apto à atacar as crises de maneira rápida e eficiente;
- h) A inclusão de políticas estruturais específicas nos programas do Fundo também pode ser explicada por pressões por parte dos governantes do G-7 (Grupo dos sete países mais ricos).

Em análise de FRANKEL (2001), o FMI esta procedendo corretamente ao forçar os países a aumentar a transparência e a supervisão, melhorar a forma de governo, abrir o mercado financeiro. Estas ações representam uma oportunidade histórica para levar os países a empreender reformas estruturais, que de outra forma não seriam feitas.

Ao analisar o papel do FMI nas recentes crises nos países emergentes, pode-se concluir que as estratégias seguidas buscaram acompanhar a evolução dos eventos, com o surgimento das crises gêmeas, e incorporá-los em suas estruturas.

5. CONCLUSÃO

A análise empreendida acerca dos modelos teóricos existentes demonstra o avanço ocorrido na literatura sobre os determinantes de crises cambiais. Os avanços se apresentam na inclusão de importantes elementos.

Os modelos de primeira e de segunda geração, apesar de algumas diferenças, interpretam a ocorrência de crises cambiais como resultado da má condução na política macroeconômica. Já os modelos de terceira geração consideram as crises cambiais como fruto de uma crise no mercado financeiro, gerada por problemas de assimetria de informações, ou de problemas de contágio.

Estes avanços decorrem da incapacidade da literatura de primeira e segunda geração em explicar a ocorrência das sucessivas crises observadas na década de 1990. Os elementos explicativos tratados pelos modelos de primeira e segunda geração, como déficits públicos e expansão monetária, não se apresentaram como relevantes nas recentes crises.

Os modelos de terceira geração incorporam um elemento importante, a existência de assimetria de informações no mercado financeiro. As crise cambial é considerada como resultante de problemas de sobre-endividamento, conforme CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998), existência de bolhas no mercado de ativos, conforme KRUGMAN (1998), ou problemas de contágio, de acordo com CALVO & MENDONZA (2000).

Os modelos de terceira geração se adaptam principalmente à crise ocorrida no sudeste asiático, onde verificou-se uma forte expansão do crédito e um alto nível de endividamento. Porém não se adaptam tão bem aos casos latino-americanos, México e Brasil, por não incorporarem algumas especificidades estruturais latino-americanas, como a lentidão com que os ajustes na balança comercial ocorrem e a incapacidade das políticas cambiais em estabelecer um equilíbrio duradouro nas transações comerciais.

Ao analisar os programas do FMI diante das crises ocorridas na década de 1990, verifica-se que a instituição buscou incorporar elementos microeconômicos, com os ajustes estruturais propostos. Porém sem deixar de se preocupar com a tradicional política macroeconômica. Para o FMI é inevitável que a política monetária seja fortemente restritiva e a taxa de juros aumentada.

A flexibilização da condução da política fiscal no caso dos países asiáticos não quer dizer que a instituição abriu mão do princípio de austeridade fiscal e da disciplina monetária que historicamente fizeram parte de seus programas. Nos programas propostos aos demais países além das exigências para avançar nas reformas estruturais, foi exigido a implementação de políticas fiscais e monetárias restritivas.

Ao estabelecer medidas que visavam restaurar a confiança no sistema financeiro, através da exigência de um sistema de regulamentação e supervisão mais eficiente, O Fundo mostrou-se alinhado aos elementos presentes na literatura de terceira geração. O FMI concentrou-se na recuperação do sistema financeiro, com o intuito de conter os problemas de informações assimétricas e evitar que este tipo de crise se repetisse.

Tanto os países asiáticos, quanto os latino-americanos, ao adotarem as medidas propostas pelo FMI, conseguiram estabilizar o câmbio, após uma breve retração na atividade econômica. Além disso, os preços foram mantidos sob controle e a confiança dos investidores foi retomada.

A ação do FMI, ao concentrar-se em elementos microeconômicos dos mercados financeiros e impor fortes condicionalidades em seus empréstimos, busca incentivar os governos na criação de um sistema financeiro mais eficiente. Uma boa gestão das políticas econômicas é a melhor alternativa para garantir a confiança no sistema e atrair investidores.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, J. P. & SILVA, M. L. F.** “Divergências e Convergências sobre as Crises Cambiais”. In LIMA, G. T., Sicsu, J. & Paula, L. F. *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Editora Campus, cap. 14, pp. 306-327. Rio de Janeiro, 1999.
- BOORMAN, J. et al.** *Managing Financial Crises: The Experience in East Asia*. IMF Working Paper WP/00/107. Washington, June, 2000. Disponível em <www.imf.org>, acesso em maio de 2007.
- CALVO, G & MENDONZA, E. G.** *Rational Contagion and the globalization of securities markets*. Disponível em <www.imf.org>, acesso em março de 2007.
- CARDOSO, E. & HELWEGE,** *The Currency Crises in the 1990: the Case of Brazil*. June, 1999. Disponível em <www.imf.org>, acesso em março de 2007.
- CORSETTI, G., PESENTI, P. & ROUBINI, N.** *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis*. National Bureau of Economic Research. Working Papers n. 6833, December, 1998. Disponível em <www.nber.org/papers/w6833>, acesso em maio de 2007.
- CURADO, M. L.** *Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crise Cambial*. São Paulo, 2001. Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- DENARDIN, A.** *Crises Financeiras e do Balanço de Pagamentos nos Países Emergentes e a Ação do Fundo Monetário Internacional*. Curitiba, 2002. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade Federal do Paraná.
- EDWARDS, S & SAVASTANO, M. A.** *O Peso Mexicano Após a Crise Monetária de 1994*. In: KRUGMAN, P. *Crises Monetárias*. São Paulo, 2000. Ed. Makron Books, cap. 6, pp. 215-279.

FLOOD, R & MARION, N. *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*. National Bureau of Economic Research. Working Papers, n. 6380. January, 1998. Disponível em <www.nber.org/papers/w6380>, acesso em maio de 2007.

FRANKEL, J. A . *O Modelo Asiático: o Milagre, a Crise e o Fundo*. In: KRUGMAN, P. *Crises Monetárias*. São Paulo, 2001. Ed. Makron Books, cap. 9, pp. 381-394.

GOLDSTEIN, M. *IMF Structural Programs – Conference on “ Economic and Financial Crisis in Emerging Market Economies”*. National Bureau of Economic Research. December, 2000. Disponível em <www.nber.org>, acesso em junho de 2007.

GONÇALVES, R., BAUMANN, R., PRADO, L. C. D. & CANUTO, O . *A nova economia Internacional: Uma Perspectiva Brasileira*. Editora Campus. Rio de Janeiro, 1998.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*. Editora Abril Cultural. São Paulo, 1983.

KREGEL, J . *The Brazilian Crisis: From Inertial to Fiscal Fragility*. Working Paper n. 297, February, 2000. Disponível em <www.levy.org>, acesso em junho de 2007.

KRUEGER, A . O . *IMF Stabilization Programs*. National Bureau of Economic Research. November, 2000. Disponível em <www.nber.org>, acesso em maio de 2007.

KRUEGER, A . & TORNELL, A . *The Role of Bank Restructuring in Recovering from Crisis: México 1995-1998*. National Bureau of Economic Research. Working Papers 7042. March, 1999. <www.nber.org/papers/w7042>, acesso em maio de 2007

KRUGMAN, P. *A model of Balance of Payment Crisis*. Journal of Money, Credit and Banking, n.11. August, 1979.

LANE, T & TSIKATA, T. *Política Fiscal*. In: LANE, T et al. IMF – Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand a Preliminar Assesment. International Monetary Fund. Ocasional Paper 178. Washington, 1999. Disponível em <www.imf.org>, acesso em maio de 2007.

LINDGREN, C. et al. *Financial Sector Crisis and Restruturing: Lesson from Asia*. International Monetary Fund. Ocasinal Paper 188. Washington, 1999. Disponível em <www.imf.org>, acesso em maio de 2007.

MISHKIN, F. S. *Lessons from the Asia Crisis*. National Bureau of Economic Research. Working Papers, n; 7102. April, 1999. Disponível em <www.nber.org/papers/w7102>, acesso em junho de 2007.

MORVAN, T. S. *Financial Liberalization and Financial Crisis*. Departamento de Economia, Universidade Católica de Brasília. Junho, 2000.

OBSTFELD, M. *The logic of Currency Crisis*. National Bureau of Economic Research. Working Papers, n. 4640. February, 1994. Disponível em <www.nber.org/papers/W4640>, acesso em junho de 2007.

RADELET, S & SACHS, J. *The East Asia Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*. Consulting Assistance on Economic Reform (CAER). April, 1998. Disponível em <www.crd.harward.edu/arquive/hiid/papers/bpeasia.pdf>, acesso em junho de 2007.

SERRA, A . M. A . *O FMI e o Banco Mundial: “ Bom dia, patrão(ões)!”*. Mestrado em Desenvolvimento e Cooperação Internacional. Universidade Técnica de Lisboa / Portugal. Disponível em <www.iseq.utl.pt/disciplinas/mestrados/dci/cap8.htm>, acesso em maio de 2007.

SOROS, G. *A Crise do Capitalismo*. 3ª Ed., Campus. Rio de Janeiro, 1998.

VASILIEV, S. A . *Overview of Structural Reforms in Russia after 1998 Financial Crisis.* February, 2000. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/invest/pdf/vasil.pdf>, acesso em agosto de 2007.

_____, *Crisis Management México. 1994-1995 – Fundo Monetário Internacional*, junho de 2001. Disponível em <http://www.imf.org>, acesso em junho de 2007.