

LINCOLN AMAYA JUNIOR

CRISES FINANCEIRAS DA SEGUNDA METADE DA DÉCADA DE 1990

**CURITIBA
2009**

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

CRISES FINANCEIRAS DA SEGUNDA METADE DA DÉCADA DE 1990

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

Professor Orientador: José Guilherme Silva Vieira.

**CURITIBA
2009**

TERMO DE APROVAÇÃO

LINCOLN AMAYA JUNIOR

CRISES FINANCEIRAS DA SEGUNDA METADE DA DÉCADA DE 1990

Monografia aprovada como requisito parcial para a conclusão do curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Orientador: Prof. José Guilherme Silva Vieira



Prof. Fernando Motta Correia



Prof. Fernanda Helena Rodrigues da Costa

Curitiba, 2009

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - RESULTADO FISCAL DO GOVERNO CENTRAL, 1990-96 (PORCENTUAL DO PIB)	42
TABELA 2 - AS CINCO ECONOMIAS ASIÁTICAS: FINANCIAMENTO EXTERNO, 1994-98 (US\$ BILHÕES)	44
TABELA 3 - BALANÇO DE PAGAMENTOS, 1985-96 (PORCENTUAL DO PIB)	45
TABELA 4 - ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO REAL, 1988-97 (1990 = 100)	46
TABELA 5 - EXPECTATIVAS SOBRE O CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES E A TAXA DE CÂMBIO	48
TABELA 6 - DÍVIDA DE CURTO PRAZO E RESERVAS, 1994 E 1997 (US\$ MILHÕES)	49

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – ILUSTRAÇÃO DO MODELO APRESENTADO POR MISHKIN (1999).....	19
--	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – FUNÇÃO DE PARIDADE DA TAXA DE JUROS E FUNÇÃO DE REAÇÃO DE DEPRECIAÇÃO DO GOVERNO: E A POSSIBILIDADE DE EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS EM OBSTFELD (1994)	12
--	-----------

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo estudar a crise financeira ocorrida na Ásia na segunda metade da década de 90, citando também os casos da Rússia e do Brasil os quais ocorreram no mesmo período. Envolvendo grandes refluxos de capitais estrangeiros a análise foi abordada por modelos teóricos envolvendo os movimentos da taxa de câmbio, crises originadas por políticas macroeconômicas mal implementadas e, falhas microeconômicas causadoras da assimetria da informação; todos refletindo sobre as causas e efeitos do fluxo de capitais, assim como da reversão deste. Após realizada uma revisão teórica o estudo fez um breve exame histórico de alguns países asiáticos atingidos pela crise (Tailândia, Indonésia e Coréia do Sul), além da Rússia e Brasil, com o intuito de diagnosticar desde a ocasião de entrada dos capitais, a forma como eram utilizados esses capitais, até a súbita inversão desse movimento. O passo seguinte foi avaliar os indicadores macroeconômicos os quais escondiam as falhas e mostravam situações econômicas saudáveis e, aqueles que poderiam ter prenunciado a crise, mas foram negligenciados ou mal interpretados. Chegando, finalmente, a conclusão de que as falhas nos sistemas financeiros dos países estudados não eram suficientes para justificar a crise e, se os capitais ingressantes tivessem sido melhor utilizados ela não teria eclodido.

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

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	iv
LISTA DE QUADROS	v
LISTA DE GRÁFICOS	vi
RESUMO	vii
1. INTRODUÇÃO	1
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	4
2.1. TAXA DE CÂMBIO NO CURTO PRAZO	5
2.2. MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO.....	7
2.2.1. O modelo “canônico” de KRUGMAN (1979).....	8
2.3. MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO	9
2.3.1. Modelos de OBSTFELD (1994).....	10
2.4. MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO	14
2.4.1. Modelo de crise apresentado por MISHKIN (1999).....	16
2.4.2. Modelo de Crise Apresentado por CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998).....	20
3. ASPECTOS MICROECONÔMICOS NA ÁSIA, RÚSSIA E BRASIL.	22
3.1. TAILÂNDIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE	22
3.2. INDONÉSIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE.....	27
3.3. CORÉIA DO SUL: BREVE HISTÓRICO E CRISE.....	30
3.4. RÚSSIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE	34
3.5. BRASIL: BREVE HISTÓRICO E CRISE.....	37
4. PROCESSOS MACROECONÔMICOS E FINANCEIROS NA ÁSIA.....	41
4.1. INDICADORES ECONÔMICOS SAUDÁVEIS ANTES DA CRISE	41
4.2. REVERSÃO DOS FLUXOS DE ENTRADA DE CAPITAIS.....	42
4.3. SINAIS DE RISCO	44
5. CONCLUSÃO	50
6. REFERÊNCIAS.....	52

1. INTRODUÇÃO

Nos anos 90 a liberalização dos mercados financeiros levou à maciços fluxos de capitais, em sua maioria, direcionados aos países emergentes.

Investidores atraídos pelo potencial dos mercados emergentes levaram esses países a serem inundados por moeda estrangeira forte. O crescimento, até metade da década, endossava o sistema vigente; contudo, políticas cambiais os quais visavam o atrelamento da moeda doméstica a uma moeda forte e abrupta reversão dos movimentos de capitais, levariam a fortes crises cambiais.

Os países emergentes tinham vários atrativos os quais os transformavam em alvos favoritos dos investidores. A população desses países era muito maior que a dos países avançados – 4 bilhões e 600 milhões de habitantes em comparação com 795 milhões nos países avançados; além de um território três vezes maior. Portanto, não era difícil perceber o potencial que lá se encontrava.

Além da questão populacional e territorial, estava a questão dos rendimentos gerados pelos altos juros de países como Brasil, Turquia e Rússia. No início dessa década, países ricos como EUA e Japão apresentavam tendências de baixa para a taxa de juros. Nessa época, bancos comerciais e de investimentos começaram a explorar uma técnica a qual tirava proveitos desses desníveis entre as taxas dos países. As instituições financeiras tomavam empréstimos de dinheiro de baixo custo nos seus mercados nacionais para investir em papéis dos mercados emergentes, aproveitando-se dos maiores ganhos.

O período de euforia apresentado por crescimento econômico, estabilidade de preços, aumento de comércio exterior, exportações, no entanto, levaria um forte revés na metade final da década. O ponto de inflexão, a mudança abrupta de rumo deflagrou-se no México (1994), os seguintes foram os países asiáticos, a Rússia e Brasil.

As crises deflagradas pela reversão dos fluxos de capitais não era esperada, mesmo que em retrospectiva seja possível apontar evidências para uma possível crise, devido ao otimismo prevalecente. Um forte impacto sentido pelos países acometidos pela crise ocorreu sobre suas moedas, havendo forte ataque especulativo contra suas moedas a desvalorização acabou sendo inevitável; além do enfraquecimento de suas atividades econômicas.

Para estudar as crises em questão o trabalho irá apresentar alguns modelos que consideram as crises financeiras associadas à políticas macroeconômicas mal elaboradas, às crises cambiais, além de um modelo para compreender as mudanças na taxa de câmbio de curto prazo.

Os modelos de primeira geração ou modelos canônicos, tendo como exemplo o trabalho de KRUGMAN (1979). Os modelos de primeira geração se embasam na idéia dos mercados financeiros eficientes; logo, acreditam que a crise cambial advém da má condução de políticas macroeconômicas, como financiamento de déficits fiscais através de expansões monetárias.

Os modelos de segunda geração, da mesma maneira que os de primeira geração, consideram a hipótese de mercados financeiros eficientes, e que as crises cambiais derivam de políticas macroeconômicas mal concebidas; no entanto, nesta segunda geração o governo teria condições de escolher a política macroeconômica adequada após serem analisadas os custos e os benefícios sociais.

Como exemplo dessa literatura será apresentado o trabalho de OBSTFELD (1994), ele desenvolveu dois modelos. Os modelos objetivam estudar as reações do governo frente as expectativas dos agentes econômicos, considerando a hipótese de crises-autorealizáveis.

Também abordados, os modelos de terceira geração têm como exemplos os trabalhos de MISHKIN (1999) e CORSETTI, PESETI & ROUBINI (1998), também conhecidos como modelos de crises financeiras. Estes trabalhos admitem a hipótese de assimetria de informações e os conseqüentes problemas: seleção adversa, risco moral e comportamento de manada. Nestes modelos, a crise cambial está relacionada as crises financeiras, as crises cambiais são pré-anunciadas pelas crises financeiras.

Os modelos acima citados foram desenvolvidos por causa da especificidade das crises dos anos 90 em relação as crises macroeconômicas dos anos 80. Muitos trabalhos foram feitos em volta da adaptação dos modelos às crises mencionadas.

A teoria do comportamento da taxa de câmbio de curto prazo de MISHKIN (2000) também é apresentado porque este visa elucidar mudanças grandes na taxa em períodos curtos de tempo. O modelo coloca as bases para o entendimento das mudanças que ocorrem na taxa de câmbio, assim como uma definição básica do que é a taxa.

O objetivo deste trabalho será estudar a crise na Ásia ocorrida na segunda metade dos anos 90, os casos analisados serão o da Tailândia, da Indonésia e da Coreia do Sul. As falhas dos sistemas financeiros nacionais destes países seriam suficientes para justificar a crise? e, apesar dessas falhas, seria suficiente para evitar a crise ter investido os capitais entrantes em atividades exportadoras que gerassem receitas em moeda forte estrangeira? Pela proximidade temporal e pelas suspeitas de contágio, o caso Russo e Brasileiro também foram inclusos. Para tanto, o estudo será dividido em dois capítulos. O primeiro será destinado à mostrar os diferentes modelos relacionados as crises. O segundo mostrará a situação de cada país, um pequeno histórico da trajetória das nações, do crescimento econômico às crises. A análise dos países visará, também, mostrar as falhas microeconômicas que acometiam o sistema destes. Enquanto o terceiro apresentará os sinais macroeconômicos que poderiam ter servido de alerta para a crise na região asiática.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A década de 90 observou uma forte liberalização nos mercados financeiros, resultando em grande movimento de capital em direção aos países emergentes.

Investidores atraídos pelo potencial dos mercados emergentes levaram esses países a serem inundados por moeda estrangeira forte. O crescimento, até metade da década, endossava o sistema vigente; contudo, políticas cambiais os quais visavam o atrelamento da moeda doméstica a uma moeda forte e abrupta reversão dos movimentos de capitais, levariam a fortes crises cambiais.

Serão apresentados neste capítulo modelos teóricos construídos para explicar a ocorrência de crises cambiais. Modelos de primeira geração ou modelos canônicos, tendo como exemplo o trabalho de KRUGMAN (1979). Os modelos de primeira geração se embasam na idéia dos mercados financeiros eficientes; logo, acreditam que a crise cambial advém da má condução de políticas macroeconômicas, como financiamento de déficits fiscais através de expansões monetárias.

Também abordados, os modelos de terceira geração têm como exemplos os trabalhos de MISHKIN (1999) e CORSETTI, PESETI & ROUBINI (1998), também conhecidos como modelos de crises financeiras. Estes trabalhos admitem a hipótese de assimetria de informações e os conseqüentes problemas: seleção adversa, risco moral e comportamento de manada. Nestes modelos, a crise cambial está relacionada as crises financeiras, as crises cambiais são pré-anunciadas pelas crises financeiras.

A teoria do comportamento de curto prazo de MISHKIN (2000) também é apresentado porque este visa elucidar mudanças grandes na taxa em períodos curtos de tempo. O modelo coloca as bases para o entendimento das mudanças que ocorrem na taxa de câmbio, assim como uma definição básica do que é a taxa.

Almeja-se, com a revisão da literatura acima colocada, estudar as crises desencadeadas na década de 90 nos países asiáticos (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) – as quais continham, como um dos efeitos - as crises cambiais.

2.1. TAXA DE CÂMBIO NO CURTO PRAZO

Considerando as mudanças, as vezes de muitos pontos percentuais, na taxa de câmbio em um relativo curto período de tempo, a cada dia, é importante estudar uma teoria da taxa de câmbio no curto prazo.

Segundo Mishkin o ponto essencial para compreender os movimentos da taxa de câmbio no curto prazo é reconhecer que a taxa de câmbio é o preço dos depósitos bancários nacionais (aqueles em moeda nacional) em relação a depósitos bancários estrangeiros (aqueles em moeda estrangeira). Abordagens anteriores davam maior importância ao papel das importações e exportações como influência nas mudanças da taxa. No entanto, segundo a abordagem moderna do mercado de ativos, os fluxos de exportações e importações em um período curto de tempo não são tão determinantes para o câmbio. O volume de transações de depósitos bancários, nacionais e estrangeiros, são muito maiores. Nos Estados Unidos, as transações de câmbio, anualmente, são 25 vezes maiores que as de exportações e importações. Chega-se, então, a conclusão de que as decisões de reter ativos nacionais ou estrangeiros influenciam mais fortemente o câmbio do que as exportações e importações.

Assim, Mishkin, fundamentando-se na teoria da escolha de *portfólio*, considera que o fator mais preponderante na determinação da demanda por depósitos nacionais e estrangeiros é o rendimento esperado sobre esses ativos um em relação ao outro. Quando se acredita que o rendimento esperado sobre o depósito em moeda nacional seja maior que o rendimento esperado sobre o depósito em moeda estrangeira, haverá maior demanda por depósitos em moeda nacional do que em moeda estrangeira. Para determinar o rendimento - leva-se em consideração, além da taxa de juros dos depósitos - a valorização ou desvalorização das moeda, portanto deve-se converter os rendimentos para a unidade da moeda usada.

Colocando isso em uma fórmula, Mishkin, representa a taxa de câmbio da moeda como E_t e a taxa de câmbio esperada para o período seguinte com E_{t+1}^e , podemos representar a taxa esperada de valorização do dólar como $(E_{t+1}^e - E_t)/E_t$. O rendimento esperado sobre depósitos RET^D (em moeda nacional) em relação à moeda estrangeira pode ser representado como a soma da taxa de juros sobre os depósitos em moeda nacional mais a valorização esperada da moeda nacional:

$$\text{RET}^D \text{ em relação a moeda estrangeira} = i^D + (E^e_{t+1} - E_t)/E_t$$

Portanto, o rendimento relativo esperado sobre depósitos em moeda nacional (isto é, a diferença entre o rendimento esperado sobre depósitos em moeda nacional e depósitos em moeda estrangeira) é calculado pela subtração de i^F (juros sobre depósitos estrangeiros) da expressão anterior:

$$\text{RET}^D \text{ relativo} = i^D - i^F + (E^e_{t+1} - E_t)/E_t$$

Agora, Mishkin, adiciona ao raciocínio a condição de paridade de juros. Considerando a mobilidade de capital existente, ou seja, que estrangeiros podem comprar ativos nacionais, como depósitos em moeda nacional, e que agentes nacionais podem comprar ativos estrangeiros, como depósitos em moeda estrangeira. E, que os depósitos, nacionais e estrangeiros, possuem risco e liquidez semelhantes, e que há poucas restrições para a mobilidade de capital, é plausível supor que os depósitos são substitutos perfeitos – portanto, igualmente desejáveis.

Sendo o capital móvel e os bancos substitutos perfeitos, quando o rendimento esperado em depósitos em moeda nacional for maior que o rendimento esperado em moeda estrangeira, espera-se que tanto estrangeiros quanto nacionais demandem depósitos em moeda nacional. Mas, quando o rendimento esperado em depósitos em moeda estrangeira for maior que o rendimento esperado em moeda nacional, espera-se que tanto agentes nacionais quanto estrangeiros demandem depósitos em moeda estrangeira. Conseqüentemente, para que se mantenham as ofertas existentes de depósitos em moeda nacional e, em moeda estrangeira o rendimento relativo deve ser igual a zero:

$$i^D = i^F - (E^e_{t+1} - E_t)/E_t$$

Essa fórmula representa a condição de paridade de juros, significa que quando a taxa de juros dos depósitos em moeda nacional é igual a taxa de juros estrangeira menos a valorização esperada da moeda nacional. Ou, que a taxa de juros nacional equivale a taxa de juros estrangeira mais a valorização esperada da moeda estrangeira. Portanto, se a taxa de juros nacional estiver acima da taxa de

juros estrangeira, espera-se uma valorização da moeda estrangeira, a qual compensará a menor taxa de juros estrangeira.

Logo, um aumento na taxa de juros estrangeira faz com que a moeda doméstica seja desvalorizada, porque haverá maior demanda pela moeda estrangeira. Enquanto que, uma diminuição na taxa de juros estrangeira faz com que a moeda doméstica se valorize.

Em relação as expectativas temos as mudanças na taxa de câmbio devido a mudanças na taxa de câmbio esperada. Uma elevação na taxa de câmbio esperada faz com que haja uma valorização da moeda doméstica; uma queda na taxa de câmbio esperada faz com que haja uma desvalorização da moeda doméstica.

2.2. MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO

Denardin (2002), expõe os modelos de “primeira geração” ou “modelos canônicos” como sendo as primeiras tentativas de explicar as crises monetárias, tendo como principais exemplos os trabalhos de KRUGMAN (1979) e de FLOOD & MARION (1998).

Segundo Denardin (2002) a literatura de primeira geração utiliza-se da lógica desenvolvida por SALANT & HENDERSON (1978). Contudo, o trabalho de Salant visava estudar os problemas que poderiam ser gerados pela fixação dos preços de *commodities*.

O preço das *commodities* eram fixados por agências internacionais os quais compravam e vendiam tais produtos. Salant afirmava que a manutenção dos preços desta maneira dava margem a ação dos especuladores. Se os especuladores esperassem um aumento de preços eles manteriam estoques esperando adquirir uma taxa de retorno equivalente a de outros ativos. Quando as agências tentassem manter os preços das *commodities* os especuladores continuariam a estocar o produto, conseqüentemente os estoques chegariam a um nível tão baixo que não seria mais possível manter o preço fixo.

Trocando o preço de *commodities* pelo preço relativo de moedas, taxa de câmbio, outros trabalhos construíram hipóteses para explicar os ataques especulativos sobre moedas de países cujo banco central tentava fixar o câmbio. Entre eles, estão os trabalhos de KRUGMAN (1979) e de FLOOD & MARION (1998).

2.2.1. O modelo “canônico” de KRUGMAN (1979)

As hipóteses básicas do modelo de KRUGMAN (1979), segundo Curado (2001):

I.A vigência da paridade do poder de compra (PPC), determinando que os preços domésticos são iguais aos preços externos, ajustados pela taxa de câmbio;

II.A existência de perfeita flexibilidade de preços e salários, o que garante a manutenção do pleno emprego dos fatores de produção, no longo prazo;

III.Os agentes podem alocar suas riquezas em moeda local e estrangeira;

IV.O nível de preços é uma função direta da oferta monetária, o que valida a teoria quantitativa da moeda;

V.O governo financia seus déficits através da emissão monetária;

VI.Há perfeita previsão (perfect foresight) na formação das expectativas sobre a taxa de inflação; e

VII.A ocorrência de um déficit público implica, necessariamente, uma elevação da oferta monetária.

Considera-se uma economia a qual atue com uma política de manter o câmbio fixo, tenha déficits fiscais e, que os financie por expansões monetárias. O reação dos agentes à monetização será esperar um aumento da taxa de inflação; no intuito de garantir que seus ativos não percam valor, manterão uma parte de seus ativos em forma de moeda doméstica e outra em forma de moeda estrangeira.

Conforme a expansão monetária se materialize em um real aumento no nível de preços, os agentes demandarão menos moeda doméstica e aumentarão a demanda por moeda estrangeira, a consequência será uma redução das reservas em moeda estrangeira do país em questão. A conclusão é de que uma política de câmbio fixo aliado a um déficit fiscal financiado por expansões monetárias resulta numa redução das reservas de moeda estrangeira do país.

Os especuladores, em geral, percebem que conforme caíam as reservas de moeda estrangeira do país, se torna plausível esperar que a taxa de câmbio sofre um aumento. Tornando a moeda estrangeira mais atrativa; os especuladores acelerariam o processo porque correriam para se desfazer da moeda doméstica antes que as reservas se esgotassem completamente.

Assim que as reservas alcançassem um nível crítico, os especuladores agiriam de forma mais agressiva forçando o abandono da política de câmbio fixo, tendo como resultado a queda do valor da moeda doméstica em relação a moeda estrangeira. Portanto, a expectativa de um aumento do valor da moeda estrangeira leva ao ataque especulativo contra a moeda doméstica, resultando no fim das reservas do país em moeda estrangeira e no conseqüente abandono da política de câmbio fixo.

KRUGMAN (2001), para expor ele mesmo, KRUGMAN (1979), sobre a crise induzida pela Política Macroeconômica:

... uma crise de balanço de pagamentos (depreciação da moeda, perda de reservas externas, colapso da taxa de câmbio atrelada a uma moeda externa) surge quando a expansão do crédito doméstico pelo Banco Central é inconsistente com a taxa de câmbio vinculada a uma moeda externa. Em geral, como no modelo de Krugman, a expansão do crédito resulta da monetização dos déficits fiscais. As reservas externa reduzem-se gradualmente, até que o Banco Central fique vulnerável a uma súbita corrida, que exaure as reservas remanescentes e empurra a economia para uma taxa flutuante. (Krugman, 2001, p. 145).

DENARDIN (2002), afirma que os ataques especulativos que ocorreram no sudeste asiático não são prova de que houve, nesses países, os problemas acima relatados com respeito a política macroeconômica. Na verdade, muitos dos países os quais sofreram os ataques especulativos apresentavam fundamentos macroeconômicos opostos aos descritos nos modelos de primeira geração. Esses países não tinham graves problemas fiscais, crescimentos significativos de expansão monetária ou dos níveis de preços internos.

2.3. MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO

Os modelos de segunda geração, da mesma maneira que os de primeira geração, consideram a hipótese de mercados financeiros eficientes, e que as crises cambiais derivam de políticas macroeconômicas mal concebidas; no entanto, nesta segunda geração o governo teria condições de escolher a política macroeconômica adequada após serem analisadas os custos e os benefícios sociais.

Como exemplo dessa literatura será apresentado o trabalho de OBSTFELD (1994), ele desenvolveu dois modelos. Os modelos objetivam estudar as reações do governo frente as expectativas dos agentes econômicos, considerando a hipótese de crises-autorealizáveis.

2.3.1. Modelos de OBSTFELD (1994)

O primeiro modelo considera que as crises ocorrem devido ao aumento das despesas do governo com os serviços das dívidas, e o conseqüente desequilíbrio fiscal; esse seria a razão pela qual o governo cederia à uma desvalorização cambial. Enquanto que o segundo modelo entende como origem da crise, a perda de competitividade dos produtos no mercado externo e o conseqüente aumento das taxas de desemprego.

O primeiro modelo considera as obrigações e receitas governamentais, em um mercado onde há livre movimentação de capitais e que os agentes possuem acesso as informações dos eventos econômicos. Não se especifica nenhum condicionante para o nível de reservas do país, portanto, não relaciona as crises no balanço de pagamentos com um estoque de moedas baixo.

Determina-se como receitas, os recursos provenientes do mercado financeiro, receitas fiscais e variação da base monetária. Já as obrigações, seriam a soma da dívida pública e os gastos correntes do governo. A definição da restrição fiscal do governo se dá pela igualdade entre as receitas e obrigações.

Uma vez determinada a restrição fiscal, o governo tem como objetivo controlar o comportamento dos impostos e a inflação. Já a taxa de câmbio, pela hipótese de sua relação direta com a variação dos níveis de preços, é considerada uma variável de controle básica.

Segundo CURADO (2001), deve-se considerar dois pontos para analisar o comportamento do governo em relação aos seus objetivos:

I. Relação direta entre taxa de juros nominal e o crescimento das obrigações do governo, este sendo maior quanto maior for o endividamento do passado; e

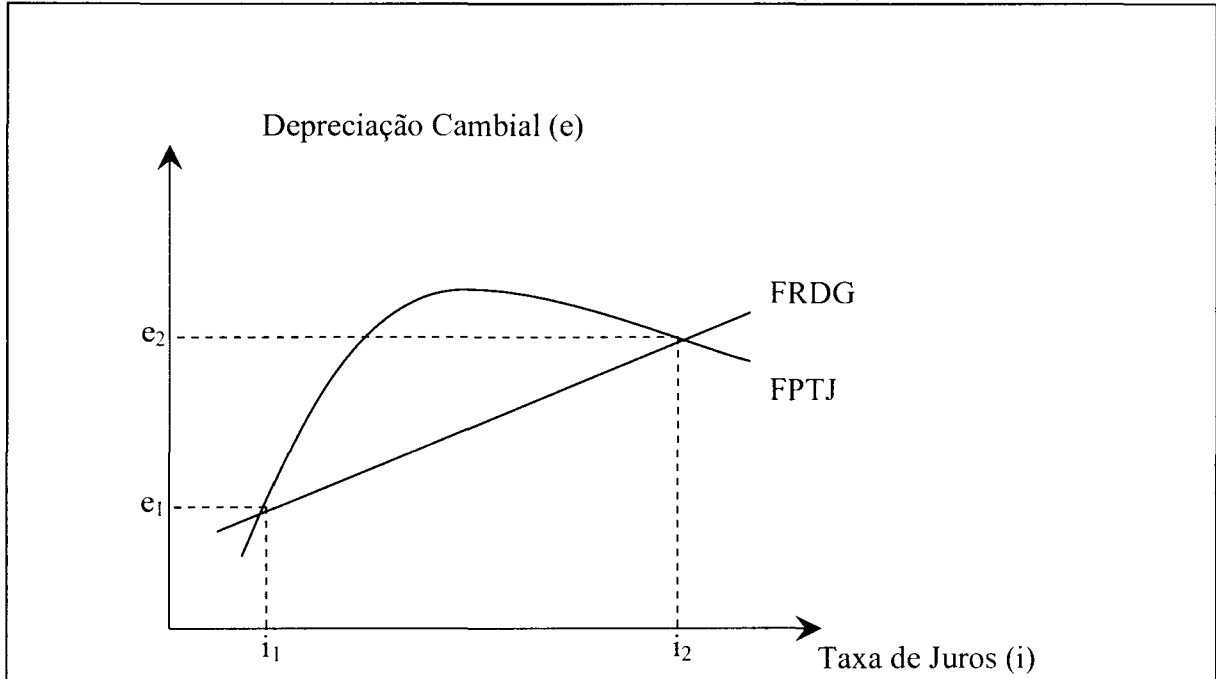
II. Na influência positiva sobre as receitas e obrigações do governo de uma depreciação cambial, se considerado a hipótese de valores nulos para o endividamento em moeda estrangeira.

O modelo considera que o governo irá escolher uma taxa de câmbio e um nível de impostos que minimizam sua função objetivo. Inicialmente, o modelo considera que o custo marginal da depreciação seja igual ao custo marginal da ampliação dos custos.

No entanto, o modelo mostra que o custo marginal de manutenção da taxa de câmbio será crescente em relação ao comportamento da taxa de juros nominal. Este seria a razão – o custo crescente de manutenção de uma taxa de câmbio fixa – pela qual o governo seria forçado a abandonar a estabilidade cambial e, na medida que os agentes antecipassem esse abandono, lançariam um ataque especulativo contra a moeda.

A escolha entre os valores para a taxa de câmbio, ou seja, a expectativa de depreciação, e para a taxa de juros nominal, pode ser apresentada em um gráfico por duas curvas. A curva ilustrando a função da paridade da taxa de juros (FPTJ), a qual é positivamente inclinada, pois as expectativas de desvalorizações crescentes são acompanhadas por taxas de juros nominais crescentes; considerando a hipótese de igualdade entre a taxa de juros interna e externa na condição de mobilidade perfeita de capital. A outra curva traduz a função de reação de depreciação do governo (FRDG), sendo também positivamente inclinada, aponta qual seria a taxa de câmbio escolhida pelo governo quando este toma como referência a taxa de juros nominal. Portanto, os pontos de intercessão das duas curvas assinala os possíveis equilíbrios entre taxa de juros e depreciação cambial esperados pelo governo e mercado.

GRÁFICO 1 – FUNÇÃO DE PARIDADE DA TAXA DE JUROS E FUNÇÃO DE REAÇÃO DE DEPRECIACÃO DO GOVERNO: E A POSSIBILIDADE DE EQUILÍBRIOS MÚLTIPLOS EM OBSTFELD (1994)



FONTE: OBSTFELD (1994,pg. 33)

Dentre as possibilidades é plausível esperar que o governo escolha o menor par para depreciação esperada e taxa de juros, já que mira a minimização da inflação e dos impostos. No entanto, o governo não tem controle sobre a determinação dos juros no mercado de títulos, tornando crível que o par juros-depreciação não seja a menor; os agentes podem fazer com que o equilíbrio do par seja maior, sendo suficiente que tenham a expectativa de que haja uma desvalorização, atuando pela taxa de juros, desencadeando um ataque especulativo.

Assim, OBSTFELD (1994), considera que em um país cujas obrigações aumentam com o aumento das taxas de juros nominal, torna-se impossível manter uma taxa de câmbio fixa devido aos custos marginais crescentes, existentes na manutenção da taxa cambial. A velocidade com que o regime de manutenção do câmbio cairia tem relação direta com o tamanho do endividamento do governo. O modelo, ainda, expõe a possibilidade de ocorrência de um ataque especulativo auto-realizável por causa da existência de mais de um ponto de equilíbrio.

O segundo modelo de OBSTFELD (1994) considera que os ataques especulativos ocorreriam devido as expectativas do aumento do custo social de manutenção da taxa de câmbio; contudo, o custo social neste caso seria a perda de competitividade externa e o conseqüente aumento da taxa de desemprego.

Percebendo que os custos sociais cresceriam mais que os benefícios, os especuladores preveriam o abandono, por parte do governo, da sustentação cambial. Abrindo, assim, caminho para o ataque especulativo.

A diferença entre os modelos de primeira geração e segunda geração é exposto por OBSTFELD (1994) quando afirma que os gestores possuem vários instrumentos para defender a taxa de câmbio. Entre os instrumentos estão: empréstimos em reservas estrangeiras, aumentos na taxa de juros, redução das necessidades de financiamento do governo e, imposição de apertos ou controles sobre o câmbio.

Deste modo, aponta-se a possibilidade de resistência ao ataque especulativo e a manutenção da taxa de câmbio fixa. Sem esquecer, contudo, que os custos sociais levantados pela manutenção ainda existem. O número de desempregados pode aumentar e a situação, tanto do setor público quanto do privado, pode piorar de acordo com as mudanças nas taxas de juros. Ou seja, apesar de o governo ter em suas mãos instrumentos para se defender do ataque, ainda terá que analisar os custos e os benefícios, podendo chegar a conclusão de que realmente não valeria a pena lutar.

Se surgir a expectativa de que a situação do governo seja vulnerável, ou de que uma política de defesa possa falhar, o ataque especulativo pode ser disparado. Assim, um ataque especulativo auto realizável pode ocorrer, impondo mais pressão sobre o governo.

Parte dos custos de resistir a um ataque especulativo parte de variáveis endógenas. Pelo lado do mercado, a expectativa de desvalorização pode ser materializada na demanda por juros mais altos sobre os títulos. Pelo lado dos trabalhadores, a expectativa de que haverá uma desvalorização pode levá-los a pedir por aumentos salariais, isso porque a desvalorização do câmbio possui relação direta com o nível dos preços internos (efeito depreciação-inflação).

Lembrando que, como no primeiro modelo, a possibilidade de vários pontos de equilíbrio faz surgir a dúvida sobre o ponto de equilíbrio vigente. Novamente, no mercado de títulos não há uma garantia de que o nível vigente será mantido, portanto não se pode esperar que a depreciação cambial mantenha-se baixo como o governo espera. Levando, assim, os agentes a provocar um ataque especulativo caso esperem uma desvalorização.

DENARDIN (2002), defini os avanços conseguidos pelos modelos de OBSTFELD (1994) em relação aos modelos canônicos de primeira geração:

I.O governo, agora, possui a possibilidade de optar pela manutenção, ou não, da política cambial, estudando o custo-benefício social da defesa contra o ataque especulativo. Portanto, extinguindo o caráter mecânico da política econômica presente nos modelos de primeira geração.

II.A apresentação da ocorrência de crises cambiais originadas pelos ataques especulativos auto realizáveis, explicado pela existência da possibilidade de equilíbrios múltiplos.

2.4. MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO

Segundo Denardin (2002) o que embasa os modelos de terceira geração é a idéia de que há assimetria de informações e, que as crises cambiais derivam de problemas no mercado financeiro; diferente dos modelos de primeira geração, os quais consideram políticas macroeconômicas como fontes dessas crises.

Como o próprio nome diz, assimetria de informações surge quando as partes de uma negociação possuem informações de forma assimétrica, uma parte possui mais informação que a outra. Essa condição gera distorções, são os problemas de seleção adversa, risco moral e comportamento de manada.

A "seleção adversa" – apresentado por STIGLITZ & WEISS (1981) – acontece porque os tomadores de empréstimos sabem mais sobre sua capacidade de pagamento do que aqueles que estão emprestando. Então, na tentativa de suprir essa falha, os emprestadores utilizam como ferramenta a taxa de juros; através desta os emprestadores diminuem seus riscos de inadimplência.

O problema disso é que os bons tomadores de empréstimos acabam pagando uma taxa maior do que deveriam, enquanto os maus tomadores pagam uma taxa menor do que deviam. Os maus tomadores têm muito a ganhar e pouco a perder, por isso essa indiferença quanto a taxa. O resultado se mostra em maiores empréstimos da parte de maus emprestadores e a inibição da tomada de empréstimos por bons emprestadores, investidores; havendo, portanto, maior ineficiência na alocação de recursos (créditos). Nas palavras de MARTIN WOLF

(2008, pg. 14): "...quem não tem intenção de cumprir a palavra sempre fará promessas mais atraentes que as de quem pretende honrar seus compromissos. Essa é a "seleção adversa".

O risco moral se dá pela capacidade de uma das partes de transferir os custos a um terceiro. Ou seja, os agentes consideram ter uma garantia – tácita ou formal – sobre suas transações econômicas; garantias dadas por instituições domésticas (bancos centrais) ou estrangeiras (FMI). Fato que levará os investidores a tomar atitudes mais arriscadas, esperando que os riscos de seus investimentos estejam sendo amenizadas (transferidas).

DENARDIN (2002), apresenta as características, dadas por HEICHENGREEN & HAUSMANN (1999), de sistemas financeiros que permitem a existência do risco moral:

- I. Grande influência dos bancos;
- II. Aos bancos são atribuídas limitadas responsabilidades, o que induz à agirem de forma irresponsável;
- III. O mercado dispõe de informações assimétricas quanto ao risco incorrido pelos bancos na composição de seus ativos; e
- IV. A existência da possibilidade de os bancos virem a ser resgatados na iminência de eventuais problemas.

KRUGMAN (2001), cita AKERLOF & ROMER (1994) para conceituar "crise de risco moral:

[...], uma crise de risco moral surge porque os bancos são capazes de emprestar fundos com base em garantias públicas implícitas ou explícitas dos seus haveres. Se os bancos estão subcapitalizados ou fora da regulamentação, eles podem usar esses fundos em aventuras muito arriscadas ou mesmo criminosas. Akerlof e Romer argumentam que a "economia de pilhagem", em que os bancos usam a proteção estatal para roubar depósitos, é mais comum do que se pensa e teve um papel importante na crise norte-americana de poupanças e empréstimos. Krugman (1998) argumenta, similarmente, que a crise asiática é um reflexo dos riscos excessivos e mesmo furtivos dos bancos, que ganharam acesso aos depósitos domésticos e estrangeiros em virtude da garantia do Estado sobre esses depósitos. (Krugman, 2001, p.).

O risco moral de acordo com MARTIN WOLF (2008, pg. 15), "E também saberão que mesmo quem está inclinado a ser honesto pode sentir-

se tentado, sob certas circunstâncias, a não cumprir a promessa. A causa desse fenômeno é o risco moral.”

O comportamento de manada diz respeito ao comportamento de alguns agentes em seguir outros agentes. Investidores de grandes instituições influenciam as decisões de investidores menores, porque estes consideram ter menos informações que aqueles. Portanto, os agentes que se julgam ser menos informados seguirão os investidores maiores, criando um comportamento de manada.

Nas palavras de MARTIN WOLF (2008, pg. 15):

Se todas as informações estiverem disponíveis no mercado, quem não investiu em sua obtenção pode beneficiar-se dos esforços onerosos de quem gastou dinheiro para consegui-las. Esse fato, por sua vez, reduzirá os incentivos para investir em informações, deixando os mercados mais sujeitos aos caprichos da “ignorância racional”. Se os ignorantes seguirem as pessoas que consideram mais bem-informadas, ocorrerá o denominado “comportamento de manada. (WOLF, 2008, pg. 15).

Um dos exemplos da literatura de “terceira geração”, o qual considera as distorções geradas pela assimetria de informação, é o modelo de crise apresentado por MISHKIN (1999).

2.4.1. Modelo de crise apresentado por MISHKIN (1999)

Segundo DENARDIN (2002), Mishkin considera que os principais determinantes do mal funcionamento dos mercados financeiros deve-se as distorções geradas pela assimetria de informações – a seleção adversa, o risco moral e o comportamento de manada.

Ainda segundo MISHKIN (2001), a causa principal das crises asiáticas foi a liberalização financeira ocorrida no início dos anos 90. A liberalização teria gerado a expansão de empréstimos de risco, o afrouxamento de restrições sobre tetos nas taxas de juros e tipos de empréstimos.

SOROS (1998) descreve o processo que regia os sudeste asiático; os países asiáticos mantinham suas moedas relativamente atreladas ao dólar, sistema que dava segurança aos investidores. A âncora cambial estimulava os bancos e

empresas a emprestarem em moeda americana e convertê-la em moeda local, sem hedge, para conceder empréstimos para projetos locais, principalmente imobiliários.

MISHKIN (1999) assinala duas causas para a excessiva exposição do sistema financeiro ao risco:

I. Incapacidade dos gestores do sistema bancário em avaliar de forma eficiente o risco envolvido em novas oportunidades de investimentos. Em meio ao rápido crescimento dos empréstimos, as instituições bancárias não puderam aumentar o capital empresarial (técnicos treinados em empréstimos, sistemas de avaliação de riscos, etc) de forma rápida, incapacitando-as de protegerem e monitorarem os novos empréstimos; e

II. Ineficiência dos bancos centrais dos países emergentes em regulamentar e supervisionar os sistema financeiro.

Somado a essas razões, DENARDIN (2002), expõe o problema do risco moral; onde, os depositantes e credores externos não monitoram os bancos, pois acreditam que os bancos centrais e o FMI agirão como emprestadores de última instância – por mais que isso não seja um acordo formal. Sem a devida regulamentação e monitoramento, essas instituições acabam concedendo e adquirindo empréstimos em operações de alto risco. A consequência deste comportamento são prejuízos que deteriorarão os balanços das instituições financeiras. Sendo essa deterioração dos balanços das instituições financeiras, para MISHKIN (1999), o fundamento básico que levou os países emergentes às crises financeiras.

Uma vez com seus balanços enfraquecidos pelos prejuízos, essas instituições diminuirão seus empréstimos, impossibilitando a rolagem de dívidas por parte dos emprestadores, levando empresas e bancos emprestadores à insolvência.

Os agentes percebem que em um ambiente de fraqueza do sistema financeiro o Banco Central terá pouco espaço para aumentar a taxa de juros, no objetivo de manter a taxa de câmbio fixa. A razão disso são os efeitos negativos para os demonstrativos contábeis, para os vencimentos não honrados. Acreditando, dessa maneira, que o Banco Central não conseguirá manter por muito tempo a taxa de câmbio fixa, os investidores irão lançar um ataque especulativo contra a moeda local esperando ganhos com a venda futura da moeda.

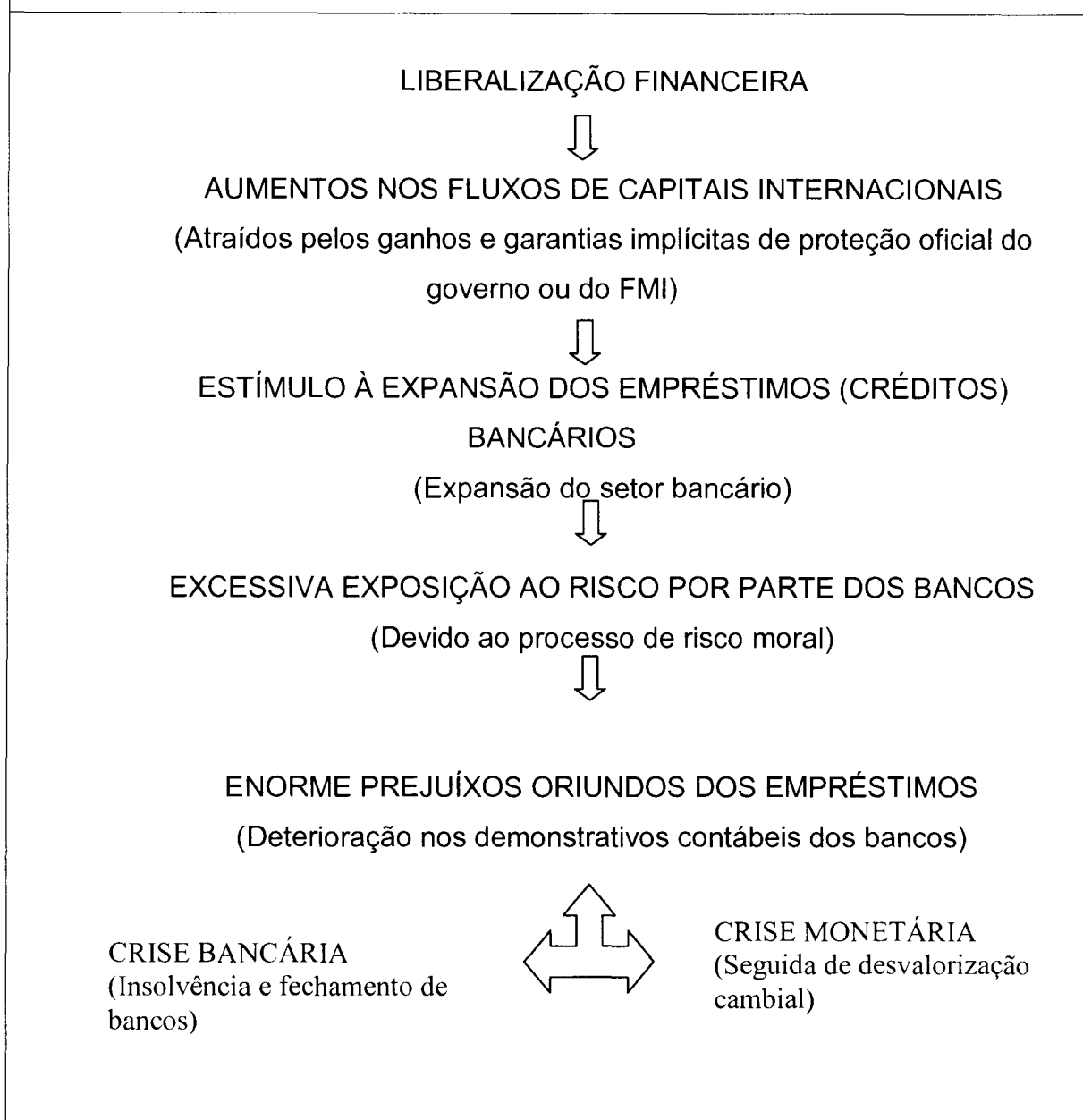
As subseqüentes desvalorizações da moeda local acabam por piorar a situação do sistema bancário; MISHKIN (2001), delinea três ocasiões os quais mostram esse processo vicioso (aqui são apresentados dois deles):

I.O efeito negativo sobre os demonstrativos contábeis decorrente dos passivos, contratos de dívidas, denominados em moeda estrangeira; a dívida das empresas e bancos aumenta proporcionalmente a desvalorização cambial. Considerando, ainda, que os ativos são denominados em moeda local, seus valores não aumentam proporcionalmente, espera-se a deterioração dos demonstrativos contábeis e um declínio no patrimônio líquido. Essas implicações aumentam o problema da seleção adversa, pois as garantias dos emprestadores diminuem, assim como a proteção dos credores;

II.Uma desvalorização cambial pode levar a um aumento da inflação. O país pode aumentar a taxa de juros numa tentativa de parar a espiral desvalorização-inflação. Devido ao curto prazo dos contratos de dívidas e as taxas de juros, aumenta o peso dos pagamentos de juros pelas empresas. Resultando em uma queda dos empréstimos e da atividade econômica em geral;

Sendo, em sua grande maioria, as dívidas denominadas em moeda estrangeira de curto prazo, os aumentos nos valores destes dão origem a problemas de liquidez. O que, por sua vez, gera a contração dos empréstimos. Com a resultante crise de liquidez e da deterioração dos balanços dos bancos, deflagra-se uma crise bancária. Com o fechamento de bancos o crédito se contrai ainda mais, fazendo-se repercutir os efeitos na economia real.

O modelo desenvolvido por MISHKIN (1999) é ilustrado por DENARDIN (2002) em um quadro resumo:

QUADRO 1 – ILUSTRAÇÃO DO MODELO APRESENTADO POR MISHKIN (1999)

FONTE: Elaboração de DENARDIN (2002) a partir de MISHKIN (1999)

DENARDIN (2002), sintetiza os pontos importantes a ser retirados de MISHKIN (1999); as informações assimétricas produzem problemas que levarão ao colapso dos balanços de empresas financeiras e não-financeiras, suscitando as crises bancárias. Os mercados financeiros – liberalizados, mas mal regulamentados e supervisionados – devido a assimetria de informações, são incapazes de direcionar o crédito para aqueles com melhores investimentos, causando crises financeiras e contrações econômicas. Os ataques especulativos se principiam devido as crises financeiras, as quais são seguidas das deteriorações nos balanços

dos bancos e empresas. Finalmente, a existência de uma conexão entre a crise financeira e a crise cambial; além da piora nas crises financeiras causada pela própria crise cambial.

2.4.2. Modelo de Crise Apresentado por CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998)

O modelo de CORSETTI, PRESENTI & ROUBINI (1998) se baseia, também, na hipótese de assimetria de informação.

DENARDIN (2002), apresenta as considerações bases feitas por CURADO (2001) sobre o modelo. O modelo supõe uma economia que seja pequena, aberta e especializada na produção de um bem Y . Uma função do tipo Cobb-Douglas se apresenta no modelo, sendo que a produção de tecnologia é considerada originária de um processo estocástico. O mercado de ativos seria incompleto e segmentado, significando que apenas parcela dos agentes domésticos – a “elite” – teria acesso ao mercado de ativos, enquanto que o resto não possuiria esse acesso. E, esses agentes beneficiados por esse acesso ao mercado de ativos tomariam empréstimos no exterior, para posteriormente, vender o capital para as empresas nacionais. Conseqüentemente, adota-se a idéia de que o estoque de capital nacional seja integralmente financiado por esses empréstimos feitos no exterior por parte dos beneficiados, a “elite”.

Assim, conforme este estoque de dívidas contraído pela “elite” passa a ser maior que o estoque de capital que possuem, a única maneira de manter o processo funcionado seria renegociando as dívidas e rolando-as. Portanto, caso os credores externos se recusem a continuar a rolagem das dívidas, o sistema cairia detonando uma crise financeira.

Se os agentes considerarem a existência de uma garantia tácita dada pelo governo, as empresas continuarão com o mesmo processo. Ao invés de regular o valor de suas dívidas com o seu estoque de capital, permanecerão contraindo empréstimos sobre empréstimos, refinanciando suas dívidas. O procedimento descrito se encaixa na definição de risco moral.

Percebemos que, tanto no modelo de CORSETTI, PESENTI & ROUBINI (1998) quanto no modelo de MISHKIN, há a associação da crise cambial com a crise financeira. No entanto, segundo DENARDIN (2002), para o modelo CORSETTI,

PESENTI & ROUBINI (1998) a crise cambial seria a causa e a consequência da crise financeira.

O ataque especulativo, aqui, seria precipitado por um mecanismo parecido com o explicado pelo modelo de KRUGMAN (1979), o modelo canônico. Segundo o modelo canônico os déficits fiscais gerariam o ataque especulativo devido a expectativa de aumento da inflação, pois o governo financiaria tais déficits através de expansões monetárias. Aqui, o desajuste está entre o volume de dívidas e o volume de receitas do governo.

O modelo coloca duas soluções para a situação onde o governo possui estoque de dívidas maior que o volume de receitas. O governo pode fazer ajustes fiscais objetivando neutralizar o aumento da dívida dentro do orçamento, anulando as expectativas de expansões monetárias e, portanto, do aumento da inflação. Outro caminho seria a monetização das dívidas, o que desenrolaria todo o processo de expectativas de inflação, e a consequente desvalorização da moeda doméstica.

A expectativa de expansão monetária faria com que os agentes acreditassem no aumento da taxa de inflação, portanto, para não perder com a possível desvalorização da moeda doméstica os agentes correm para os ativos externos. Assim, a corrida contra a moeda local leva a uma crise cambial. Logo, a crise financeira desencadeou a crise cambial, que por sua vez fortalece a crise financeira, já que o ataque especulativo diminui as reservas em moeda estrangeira do país.

3. ASPECTOS MICROECONÔMICOS NA ÁSIA, RÚSSIA E BRASIL.

Neste capítulo serão descritos aspectos microeconômicos referentes ao sistema financeiro dos países asiáticos, onde “clientelismo”, negócios entre “compadres” geraram falhas de mercado, como a assimetria de informação. Os casos da Rússia e do Brasil são mencionados devido ao caso do contágio.

3.1. TAILÂNDIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE

A Tailândia com uma população significativa e uma taxa de câmbio relativamente fixa havia atraído altos investimentos desde o fim da década de 1980 e metade da década de 1990.

Segundo Blustein (2002), inicialmente os investimentos eram feitos em fábricas por multinacionais estrangeiras. Em sua maioria, empresas japonesas automobilísticas e de eletrônica os quais se interessavam pela relativa estabilidade do câmbio tailandês. Um regime de câmbio fixo é interessante ao investidor, porque elimina possíveis flutuações do valor de bens e custo da produção. Como o dólar havia estado baixo em relação à maioria das principais moedas internacionais durante a primeira metade da década de 1990, esta situação era muito favorável a Tailândia. Estando – o baht, moeda tailandesa – atrelada ao dólar, os produtos domésticos se tornavam altamente competitivos no mercado global.

Com esse sistema a Tailândia havia crescido em torno de 9 por cento ao ano de 1986 à meados de 1995; suas exportações tiveram um crescimento ainda mais espetacular, sendo de 19 por cento ao ano durante a primeira metade dos anos 90¹.

No ano de 1995, no entanto, dois fatores derrubaram as exportações tailandesas. Nesse ano o dólar se valorizou, levando ao aumento dos preços dos produtos produzidos pela Tailândia e; caiu a demanda internacional por produtos eletrônicos, um dos principais produtos exportados pelo país. Uma vez que, as

¹ Blustein, P. Vexame:os bastidores do FMI na crise que abalou o sistema financeiro mundial. Rio de Janeiro: Record, 2002.

importações continuaram no mesmo patamar, a Tailândia acabou apresentando um déficit comercial.

Blustein (2002), contudo, lembra que déficits comerciais não são um sinal de mal estado econômico. A Tailândia, na verdade, estava registrando superávits no orçamento governamental, e a taxa de inflação, abaixo de 6 por cento, se mostrava controlada. Para ele, Blustein (2002, p. 69), o problema mais proeminente era outro: “[...], em si mesmo, o déficit comercial não era motivo de preocupação. Mas havia outro problema: a existência de um sistema financeiro contagiado por uma mentalidade de certo modo irresponsável.”

Blustein (2002), cita como exemplo dessa mentalidade o conglomerado empresarial Finance One, cujas empresas eram responsáveis por 20 por cento de todo o crédito existente no país. Os empréstimos eram, principalmente, direcionados para empresas e consumidores nacionais, os quais atuavam nas áreas de automóveis, imóveis e ações. O dinheiro era adquirido através da venda ao público de promissórias remuneradas e empréstimos de bancos nacionais e estrangeiros em operações a curtíssimo prazo.

Os bancos comerciais eram responsáveis por três vezes mais empréstimos e tomavam mais cautela fornecendo crédito ao setor de manufaturados. Contudo, da mesma maneira que a Finance One, fornecia substanciais somas aos investidores imobiliários. Os empréstimos ao setor privado se elevaram de 89 bilhões de dólares, em 1992, para 204 bilhões, em 1996².

A situação começou a se inverter em 1996, quando as taxas de juros subiram, os preços das ações declinaram fazendo com que os serviços financeiros se vissem onerados com empréstimos aos investidores da Bolsa; e a economia em geral vinha declinando com a queda das exportações. Além da área de ações, que eram um dos alvos preferidos dos investidores, a área de imóveis – para onde substancial soma de investimentos tinha sido concretizados - também se mostrava problemática, estava hipertrofiada. Muitos dos projetos imobiliários finalizados estavam sem contratos e muitos outros estavam em andamento, ou, para ser construídos.

Dessa maneira, no início de 1997, tanto os bancos quanto as empresas financeiras se viam com um número cada vez maior de empréstimo improdutivos –

² Ibid, p. 70

definido por Blustein (2002) como empréstimos pelo menos seis meses atrasados. Sendo que, em meados de 1996, o Banco Central havia constatado que o Banco do Comércio de Bangcoc (BBC), o nono maior do país, já em 1993, tinha 40 por cento de seu ativo composto por empréstimos não-produtivos ³. Mas, a notícia mais impactante para o investidor foi o anúncio de que a Finance One estava sendo alvo de uma fusão com um banco comercial; isso indicava a situação em que as empresas financeiras se encontravam, tentando recuperar os empréstimos feitos àqueles investidores que aproveitavam o *boom* do mercado de imóveis e de ações. Logo, as empresas financeiras se viam alvo de nervosos depositantes, que tentavam retirar seu dinheiro, e de bancos comerciais nacionais e estrangeiros, que não mais renegociavam as datas de pagamentos dos seus empréstimos.

Em meio aos sinais de fraqueza do sistema financeiro tailandês, e de que a moeda pudesse estar supervalorizada, já que o baht acompanhava a valorização do dólar, em janeiro de 1997 se inicia uma corrida contra a moeda tailandesa, havendo forte venda antecipada da moeda doméstica. Se inicia um grave tumulto financeiro, onde os especuladores cessam suas investidas no mercado de ações tailandês, os bancos estrangeiros e nacionais cortam seus empréstimos e solicitam os pagamentos. Segundo Krugman (2001), os fluxos de entrada de capitais na Tailândia estavam na marca de 10,3 por cento no período de 1990-96, sendo composta de empréstimos provenientes de paraísos fiscais e sendo destinados a bancos e empresas privadas, correspondendo a uma média de 7,6 por cento do PIB nos anos 90. Os fluxos de entrada de capitais de carteiras de investimentos (1,6 % do PIB) e investimentos diretos (1,1 % do PIB). Isso mostra o quão forte foi a pressão sobre a moeda tailandesa uma vez que esse enorme fluxo de entrada de capitais cessou, ao mesmo tempo que aumentava a saída de capitais.

Na tentativa de manter o valor do baht o Banco Central da Tailândia, ao vender suas divisas, viu suas reservas irem de 38 bilhões de dólares no início de 1997 para 2 bilhões em questão de poucos meses. O Banco ainda tentou “maquiar” o valor de suas reservas através de operações de *swap market* – com isto enchia os cofres com dólares e se desfazia de certa quantidade de bath – temporariamente. Porém, nessas transações o Banco se comprometia a fazer o inverso pouco meses depois; o fato é que o Banco não era obrigado a divulgar esse compromisso.

³ Ibid, p. 71

Concluindo não ser mais possível manter o valor do bath frente ao dólar, em 2 de julho de 1997, o governo tailandês declara a flutuação da moeda. E, em consequência, a moeda estava declinando rapidamente, perdendo 19 por cento de seu valor mesmo antes do mês do anúncio terminar⁴. A moeda caiu mais ainda, para seu menor valor até então, quando o FMI anuncia seu pacote de ajuda econômica a Tailândia. O valor do bath caiu ao valor de 34 o dólar, apenas horas depois do anúncio, porque junto ao anúncio do programa foi-se revelado as operações de *swap* em que estavam envolvidas as reservas do Banco Central.

Analisando superficialmente a trajetória dos fatos econômicos na Tailândia, evidencia-se as falhas existentes no sistema; especialmente relacionados com fatores microeconômicos, associados ao sistema financeiro.

Através de extrato retirado de Blustein (2002) revela-se claramente problemas relacionados à assimetria de informações:

Em meados de 1996, um caso chocante veio a tona envolvendo o Banco do Comércio de Bangcoc (BBC), o nono maior do país, dirigido por um ex-funcionário do banco central chamado Krikkiat Jalichandra. Foi revelado que, já em 1993, o banco central tinha conhecimento de que quase 40 por cento do ativo do BBC consistiam em empréstimos não-produtivos, dos quais um grande número tinha beneficiado associados de Krikkiat ou outros parceiros com acesso a informações privilegiadas, ou ainda políticos influentes, para o financiamento de especulações imobiliárias ou aquisição de empresas. (BLUSTEIN, 2002, pg. 71).

Dois pontos nesse extrato revelam assimetria de informação, o primeiro ponto se refere ao fato de que as autoridades sabiam, três anos antes do anúncio para todos os agentes, sobre a fraqueza dos ativos de um dos maiores bancos do país. O segundo ponto refere-se ao fato de que, além dos empréstimos serem não-produtivos, haviam beneficiado compadres, políticos influentes, pessoas com informações privilegiadas, para financiar especulações imobiliárias.

No extrato seguinte expõe-se claramente um problema o qual pode gerar falhas no sistema financeiro, e assimetria de informação:

No início de 1997, os bancos e empresas financeiras da Tailândia estavam registrando aumento de seus empréstimos improdutivos – empréstimos pelo menos seis meses atrasados – que atingiram em maio 12 por cento do total de empréstimos não-reembolsados. Por

⁴ Ibid, p. 85

mais inquietantes que parecessem esses dados, os analistas financeiros calculavam que, na realidade, o valor dos empréstimos encaçados fosse ainda maior, especialmente no que concerne às empresas financeiras. O ceticismo era justificado porque o monitoramento e a vigilância do governo sobre o setor financeiro podiam ser descritos como benévolos ou mesmo negligentes. (BLUSTEIN, 2002, pg. 71).

O desregulamento do sistema financeiro fica bem claro quando o autor explica o porquê de tanto ceticismo, a atitude negligente do governo frente ao seu sistema financeiro.

Um dos problemas gerados pela assimetria de informações, o risco moral, é bem caracterizado pela situação exposta a seguir:

Muitos dos credores e depositantes das empresas financeiras, do exterior ou locais, haviam suposto que elas eram imunes a fracassos, uma vês que muitas tinham ligações estreitas com empresas de propriedade de influentes políticos ou suas famílias. Mas, de repente, as mandíbulas do inferno financeiro pareciam estar prestes a esmagar a Tailândia, e numerosas empresas financeiras começaram a ver nervosos depositantes retirarem seu dinheiro. (BLUSTEIN, 2002, pg.72).

Entende-se que a garantia, a qual os agentes acreditavam ter, não era formal. O trecho em que o autor usa as palavras “havia suposto que elas eram imunes” deixa notório que o acordo era tácito, informal. A literatura de assimetria de informações havia esclarecido que a garantia podia ser oficial ou não.

Finalizando - outra amostra da existência de assimetria de informações referente as reservas do país, por mais cômica que possa parecer, é relatado em Blustein (2002, p. 86): “quando Chaiyawat finalmente revelou a Fischer a verdade, mas com uma condição, de que ele não contasse para mais ninguém”. Esse episódio refere-se ao caso onde as autoridades tailandesas relutavam em informar qual era o valor real de suas reservas.

Como descrito na revisão teórica tal atitude pode ser muito mais prejudicial do que admitir a não existência de reservas para pagar dívidas ou segurar o valor cambial, as expectativas geradas pelos agentes financeiros logo disparam uma corrida que inevitavelmente levará a corrida pelas divisas, “quebrando” o país, forçando-o a declarar inadimplência.

3.2. INDONÉSIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE

Com uma população de 200 milhões de habitantes, a quarto país mais populoso do mundo, e abertura econômica para investidores estrangeiros e comércio – fato comum aos emergentes asiáticos – a Indonésia passava por um longo período sustentado de crescimento.

O governo Suharto incumbiu, em 1966, um grupo de tecnocratas – liderados por Widjojo, intelectual com Ph.D em Berkeley – de tirar o país da estagnação. Lutando contra o nacionalismo de políticos do país, o grupo convence o governo a permitir a maior liberalização econômica. A abertura ocorre com os investimentos estrangeiros, com o comércio e, também, na pesada regulamentação vigente no país. Dados apresentados por Blustein (2002) ilustram os efeitos positivos da política; o país cresceu, em média, 7 por cento durante o período 1979-1996, com a inflação controlada. Mesmo com a queda do preço do petróleo, em 1980, importante produto nas exportações. Empregos foram gerados por fábricas de roupas, calçados, brinquedos, móveis e artigos eletrônicos.

A renda per capita subiu consideravelmente, no ano de 1970 equivalia a dois terços da renda da Índia e Nigéria, enquanto que em 1996 seu valor foi para 1.080 dólares, representando mais de quatro vezes a renda nigeriana e o triplo da indiana. A expectativa de vida, da mesma maneira, apresentou grande melhora; sendo de 49 anos nos anos 1970 e de 65 em meados dos anos 90. A taxa de analfabetos caiu de 43 por cento para 16 por cento; a mortalidade infantil, de 114 para 49 por mil nascimentos ⁵.

A situação se inverteria com a deflagração da crise na Tailândia, os investidores estavam receosos de que a situação dos países vizinhos fossem a mesma. E, em muitos aspectos, isso era verdade. Blustein (2002), relata os problemas microeconômicos que assolavam o país:

O problema mais notório do país era a chamada “KKN” – “korupsi, kolusi, dan nepotisme” – ou seja, corrupção, conluio e nepotismo. [...]uma fonte de desgaste da economia indonésia, associada à KKN, mas não idêntica, e que apresentava grave risco para a estabilidade da economia indonésia: o seu sistema bancário.(Blustein, 2002, p. 102).

⁵ Ibid, p. 101

A “KKN” se referia aos privilégios que o governo Suharto fornecia a familiares e atos corruptos. Empresas que cediam lucrativos direitos a algum parente do chefe de Estado obtinham facilidades na burocracia; parentes de Suharto, filhos, recebiam concessões especiais, privilégios especiais para a distribuição de produtos da companhia estatal de petróleo, contratos cedidos pelo governo para construir geradoras de eletricidade e pedágios de estrada.

Blustein (2002), usa a palavra “chocante” para descrever a situação do sistema bancário. Após a desregulamentação, o setor bancário expandiu. O número de bancos subiu de 108, em 1988, para 232, em 1993 ⁶. O problema estava na associação do sistema bancário com a “KKN”, o governo Suharto tinha influenciado as decisões de empréstimos das empresas, fazendo com que a solidez destas fosse duvidosa. Além disso, o sistema era falho por si mesmo; o Banco Mundial havia descoberto operações muito prejudiciais. Funcionários dos bancos concediam empréstimos a clientes que já não pagavam juros de empréstimos anteriores, faziam por incompetência ou por desonestidade. Empréstimos duvidosos como este representavam 25 por cento dos empréstimos dos bancos estatais ⁷, feitos em troca de propinas.

O fluxo de capital advindo de empréstimos das empresas nacionais de emprestadores estrangeiros seguia o mesmo padrão do caso Tailandês. Aproveitando-se de juros externos menores e de uma taxa de câmbio relativamente fixa (no caso da Indonésia havia flutuação, mas dentro de limites pré-fixados), emprestadores nacionais conseguiam altos rendimentos. O fluxo de capital externo alcançou uma média de 4 por cento do PIB entre 1990 e 1996 ⁸. Outra semelhança entre os dois países asiáticos foi a não prevenção quanto a queda da moeda nacional, a grande maioria das empresas e bancos nacionais não fizeram contratos garantindo a compra de dólares por uma taxa de câmbio razoável. Caso a rupia sofresse uma queda os emprestadores passariam por um grande revés, sendo onerados pelo aumento dos pagamentos que deveriam fazer em moeda estrangeira.

As estatísticas oficiais mostravam que as empresas e bancos nacionais deviam 55 bilhões de dólares ao exterior sendo que uns 30 bilhões não estavam

⁶ Ibid, p. 105

⁷ Ibid, p. 106

⁸ Ibid, p. 109

cobertos⁹. O pior viria a ocorrer quando a crise na Tailândia começava a contagiar os vizinhos, pressionando a rupia. O Banco da Indonésia, contudo, diferente dos semelhantes em Bangcoc, logo resolve por aumentar a faixa dentro da qual a rupia poderia flutuar em relação ao dólar. Essa decisão foi tomada em 11 de julho - quase um mês depois os responsáveis iriam, depois de uma década de atrelamento da rupia ao dólar - optar pela flutuação da moeda, mesmo ainda com 20 bilhões de reservas.

Com a queda da rupia os emprestadores se vêem em perigo e iniciam uma corrida ao dólar. A dificuldade da situação era que a demanda por dólares derrubava mais ainda a moeda nacional, gerando uma nova corrida pela moeda forte. Esse movimento se inicia fortemente em setembro de 1997; no início daquele verão a rupia valia 2.400 o dólar, chegando a 3.000 no dia 2 de setembro e em 3.400 em primeiro de outubro. Sendo que a queda em outubro ocorreu em toda a Ásia, não só nos valores das moedas, mas, também, nas ações das Bolsas. Em novembro vem a ajuda do FMI, naquele mês a moeda se valoriza 10 por cento, chegando a 3.200 rupias por dólar; efeito causado não só pelo anúncio do programa, bancos centrais da região intervieram no mercado com a finalidade de comprar a moeda indonésia. Até o final daquele mês os bancos indonésios tinham perdido 12 por cento de depósitos em rupias e 20 por cento em moedas estrangeiras. A maior queda da moeda ainda viria por ocorrer em dezembro daquele ano, com notícias de que Suharto havia adoecido a moeda cairia para 4.000 o dólar em 5 de dezembro e 5.000 o dólar no dia 12.¹⁰ Os investidores temiam que a possível morte de Suharto pudesse desencadear conflitos internos.

Alguns trechos do trabalho de Blustein (2002) mostram as falhas microeconômicas existentes na Indonésia:

Em face disso, é espantoso constatar a desintegração da economia indonésia nos meses seguintes, em meio a um confronto pleno de tensão em que o FMI exigia que Suharto desmantelasse monopólios muito criticados e eliminasse subsídios que beneficiavam seus próprios filhos e compadres. (BLUSTEIN, 2002, pg. 99)

Portanto, esse comportamento levava a privilégios a alguns agentes, gerando distorções no sistema, ineficiências, e assimetria de informações. Como

⁹ Ibid, p. 110

¹⁰ Ibid, p. 120

descrito na revisão teórica, a relação das empresas beneficiadas com o governo leva aos agentes acreditar na imunidade destas quanto a crises, pois acreditam em uma possível ajuda do estado em caso de necessidade.

Já no trecho seguinte algo que pode ser considerado como um efeito dessas distorções no sistema:

Mas por volta do final da primeira semana de novembro, a reação ao fechamento dos bancos adquiriu aspectos inquietantes. Listas anônimas de “bons bancos” e “maus bancos” começaram a circular em Jacarta, chegando às casas de câmbio através de fax ou e-mail indicando que bancos poderiam ser considerados seguros e quais estariam ameaçados de fechamento em futuro próximo. Não demorou muito e uma frenética corrida aos bancos privados teve início. (BLUSTEIN, 2002, pg. 117)

Neste trecho vê-se bem a questão do pânico; os agentes não possuindo informações precisas, simétricas, tomam ações impulsionadas pelo medo. A informação transmitida pelas listas anônimas, obviamente, não eram oficiais e mesmo assim muitos as consideraram; isto prova que o sistema não era baseado em informações precisas e seguras para os agentes.

3.3. CORÉIA DO SUL: BREVE HISTÓRICO E CRISE

Os economistas admiravam o desenvolvimento industrial da Coreia do Norte e menosprezavam o vizinho do sul; a Coreia do Sul, contudo, inspirado no modelo japonês, se torna líder em crescimento na região.

Blustein (2002), faz uma análise do sistema que a Coreia do Sul adotou para alavancar sua economia. O governo sul-coreano construiu uma forte base para sustentar alto desenvolvimento, princípios básicos foram levados a risca; a manutenção de uma alta taxa de poupança, o investimento em ensino básico visando zerar a taxa de analfabetismo, sociedade que cultuava surpreendente ética no trabalho e, escolha prudente de políticas fiscais e monetárias.

A figura que melhor ilustra o desenvolvimento da Coreia do sul é o conglomerado conhecido como *chaebol*. Alguns exemplos desses conglomerados são conhecidos mundialmente, as automobilísticas Hyundai e Kia colocaram seus carros nos mercados do mundo inteiro - a Samsung se tornou a maior produtora de

chips de memória de acesso dinâmico, além de todos seus produtos eletrônicos. O Estado sul-coreano interviu ativamente na economia no intuito de garantir que o país adquirisse as divisas necessárias para pagar as importações de petróleo e matérias primas, investindo pesadamente nas atividades exportadoras. Os bancos eram aconselhados a canalizar a poupança popular, a maior parte desta, para o *chaebol* a juros baixos; ou, para empresas consideradas competitivas. Os empréstimos conduzidos por interesses do governo, direcionados a específicos produtos de exportação (ou, cortados para empresas consideradas não-competitivas), representava 60 por cento de todo o crédito concedido nos anos 70.

O sistema, acima apresentado, permitiu ao país democrático crescer robustamente nos 90; taxas impressionantes de crescimento foram registrados em 1994, 9,4 por cento; 9 por cento, em 1995, e 7,1 por cento em 1996. O mais importante foi que esse crescimento foi relativamente bem distribuído entre os 45 milhões de habitantes. A renda per capita sul-coreana, no ano de 1996, atingiu o valor de 11.400 dólares ao ano, o que era 100 vezes mais do que o nível de 1953 e dois terços da renda dos Estados Unidos.¹¹

O aparelho produtivo o qual vinha dando certo, no entanto, possuía falhas e começava a ruir. Mesmo retirando grande parte do controle governamental sobre o *chaebol* muitas práticas falhas continuavam, como a nomeação de gerentes de bancos por membros do governo ou empréstimos especiais a clientes pertencentes a um *chaebol*. As empresas sul-coreanas estavam acumulando dívidas enormes para os padrões internacionais, chegando a mais de 400 por cento da participação acionária - enquanto que, uma empresa americana têm, em média, pouco mais de um dólar em dívida por cada dólar do patrimônio líquido. Os bancos acreditavam que, se um cliente do *chaebol* enfrentasse problemas para pagar suas dívidas, as autoridades políticas aprovariam pacotes de ajuda. Quando o crédito é usado de maneira prudente e produtiva não há problemas em se contrair dívidas; contudo, os empresários do *chaebol* estavam gastando sem limites, de 1994 a 1996, o crescimento anual dos gastos com construção de fábricas e compra de equipamentos foi de 40 por cento.¹²

Logo, esses exagerados investimentos mostrariam não ter sido efetuados com clareza. No início de 1997 alguns dos maiores integrantes do *chaebol* declaram

¹¹ Ibid, p. 130

¹² Ibid, p. 131

falência; os primeiros a cair foram a siderúrgica Hanbo e a automobilística Kia. Devido aos empréstimos cedidos pelos bancos, surgiram dúvidas sobre a solidez do sistema bancário.

Ainda assim, a economia da Coreia do Sul se mostrava sólida, as exportações continuavam a crescer, a inflação estava controlada abaixo dos 5 por cento e o governo havia conseguido superávits orçamentários nos três últimos anos. Mas, isso não foi suficiente para evitar a crise; o desenrolar de eventos no fim do ano de 1997 iria pôr a prova a economia do chaebol. Em outubro daquele ano Taiwan decidiu por parar a defesa de sua moeda, o novo dólar taiwanês, o que iria exercer forte pressão sobre a moeda won, já que os produtos taiwaneses eram concorrentes aos da Coreia. A queda do bath tailandês também pressionaria o won.

Em meio a esse cenário o fluxo de entrada de capitais que havia fomentado o crescimento é abruptamente cortado. Os bancos fazem empréstimos a longo prazo, mas o mercado interbancário realiza empréstimos a curto prazo; assim, além da queda dos empréstimos de longo prazo surgiu a cobrança dos empréstimos de curto prazo. Os bancos foram as principais fontes de crédito na região, principalmente os japoneses, sendo, também, os primeiros a se retrair. Estes tinham 97 bilhões de dólares emprestados aos cinco países asiáticos mais duramente atingidos pela crise – Tailândia, Malásia, Coreia do Sul, Indonésia e Filipinas. E, os sul-coreanos tinham – de forma imprudente – se utilizado abundantemente do mercado interbancário com o Japão. Entre 1994 e 1996, o débito da Coreia com o exterior subiu para mais de 45 bilhões de dólares.¹³

Na luta para segurar a moeda e pela magnitude das obrigações de curto prazo a Coreia do sul se via cada vez mais sem reservas; em novembro, o won, que estava sendo cotado a 915 o dólar caíria para 1.000.¹⁴

Segundo Blustein (2002) a questão do contágio financeiro pode ser explicada pela tendência dos emprestadores e investidores, que ao passar por perdas em um país automaticamente reduzem suas operações e bens em outro país. O Rebanho Eletrônico presta atenção nas semelhanças entre um país em crise e outros com características semelhantes. Os gerentes de carteiras atentam para os movimentos uns dos outros para tomar medidas semelhantes, assim o fazem para não serem acusados de não observar a tendência do mercado. Em 1998, ano

¹³ Ibid, p. 135

¹⁴ Ibid, p. 136

seguinte ao mergulho do sistema financeiro no caos, a recessão faria o país apresentar estatísticas desanimadoras sobre a economia; um crescimento negativo do PIB de 7 por cento, os salários ajustados para a inflação foram derrubados 10 por cento, e a taxa de desemprego aumentaria para 9 por cento.

A Coreia do Sul foi considerada um claro exemplo de como os agentes podem mudar de rumo abruptamente, como mostra o trecho seguinte:

Mais do que qualquer outra crise, a da Coreia do Sul exemplificou como a economia de um país – mesmo tendo maravilhado o mundo com suas proezas industriais – podia ser vítima, súbita e inesperadamente, do caráter volúvel do Rebanho Eletrônico. (BLUSTEIN, 2002, pg. 128)

Além do caráter volúvel dos agentes, também se caracteriza como a crise asiática não era esperada, mesmo depois de alguns países já estarem passando por dificuldades. Contrário ao caso tailandês, onde meses antes do colapso da moeda os sinais de uma possível crise podiam ser vistas, na Coreia o ocorrido foi recebido com muita surpresa, como o trecho anterior ilustrou.

Mas a surpresa possa ter sido resultado de uma falha gerada pela assimetria de informação, o risco moral, onde os agentes consideravam ter uma garantia implícita e que isso os tornava imunes. O trecho seguinte deixa isso evidente:

O montante de dívidas das empresas sul-coreanas com ações no domínio público alçavam-se a níveis estonteantes pelos padrões internacionais. Constituindo, em média, mais de 400 por cento da participação acionária. Em parte, esse fenômeno era um reflexo do entendimento tácito pelos bancos coreanos de que se seus clientes do chaebol entrassem em dificuldade, os burocratas interfeririam a fim de proteger todos contra perdas calamitosas, até mesmo com medidas de resgate por parte do governo, se necessárias. (BLUSTEIN, 2002, pg. 131)

Portanto, encontramos novamente a questão do risco moral, mesmo não havendo garantias oficiais do governo. Os agentes assumiam que haveriam garantias caso surgissem dificuldades, assim a situação parecia segura e longe de qualquer risco. Isso teria sido verdade se as dívidas fossem roladas com novos empréstimos, contudo, isso dependia das expectativas dos credores para com o país devedor.

Blustein (2002) citando um funcionário do FMI sobre a situação sul-coreana evidencia a assimetria de informação, mostrando como os agentes não possuíam todas as informações necessárias e até um certo estresse, podendo levar facilmente ao desespero, ao pânico:

Eu estava sendo contatado por uma porção de bancos em outubro e novembro e me surpreendia a ignorância deles em relação à Coreia do Sul. Perguntavam, por exemplo. “A Coreia do Sul alguma vez se declarou inadimplente?” Bem, a resposta era “não”. Perguntavam-me: “Há quanto tempo dura o milagre sul-coreano? Ele não é impulsionado pelo fluxo de capital estrangeiro?” Não, na verdade não. Lembro-me de um banqueiro de Nova York que desabafou, indignado: “Somos um banco responsável; não podemos refinarçar nossos negócios em um país que não demonstra transparência.” E pensei comigo mesmo: bem, mas você achou um jeito de emprestar a esse país! Numa situação de pânico, logo que surge um problema, nenhum banco quer ficar isolado. (BLUSTEIN, 2002, pg. 137)

Fica notório de como os agentes não possuem todas as informações de que gostariam.

Na questão das reservas, a qual era extremamente importante na crise cambial, ainda assim, prevaleceu a falta de informações para as autoridades mais importantes envolvidas no ocorrido, os enviados do FMI.

Os dados oficiais indicavam que as empresas sul-coreanas tinham obrigações no exterior que venciam no ano seguinte e que somavam 65 bilhões de dólares. Mas a missão de Neiss ficou sabendo depois que o montante era muito maior; as afiliadas das empresas e bancos coreanos no exterior deviam 50 bilhões adicionais. (BLUSTEIN, 2002, pg. 139)

Novamente, mesmo sobre aqueles, os quais esperava-se que possuíssem todas as informações, acometeu-se a dificuldade gerada pela falta de informações. Portanto, conclui-se o quanto os agentes possuíam quantidades de informações diferentes.

3.4. RÚSSIA: BREVE HISTÓRICO E CRISE

A Rússia foi um caso particular em vários sentidos, a pouco deixara um sistema fechado e ainda se adequava ao novo modo de produção.

Blustein (2002), expõe o fato de a Rússia ter passado por décadas sob um sistema centralizadamente planejado, seus preços e produção eram fixados pela figura do Estado. Em consequência disso, existia a carência de elementos básicos a um sistema de mercado aberto; para citar alguns, temos: sistema bancário com bancos comerciais eficientes, mercados de ações e títulos, e os tão conhecidos atributos capitalistas – leis de proteção de propriedade privada e execução de contratos.

Ainda passando por ajustamentos o país recebeu alguns pacotes de ajuda do FMI durante os anos 90. Blustein (2002), justifica esse fato pela importância geopolítica do antigo país soviético; havia o medo de que um desastre econômico poderia permitir que os mísseis atômicos caíssem em mãos erradas, ou que fossem vendidos para a obtenção de moedas fortes. Além da crença de que a ajuda seria benéfica no objetivo de guiar o país ao rumo capitalista. A consciência - por parte do russos, desse fato - pode ter contribuído para um comportamento econômico displicente e imprudente.

Os velhos políticos administravam a economia de modo a permitir que empresas ineficientes continuassem a operar, através de subsídios ou empréstimos governamentais. Esse comportamento era prejudicial ao orçamentos governamental, gerando déficits, expansões monetárias e, conseqüentemente, uma taxa de inflação preocupante de 842 por cento em 1993, e 224 por cento em 1994. Disposto a mudar essa situação o governo, com ajuda de um pacote econômico do FMI, em 1995, segue a doutrina de que sem estabilidade não pode haver crescimento econômico. Eliminaram grande parte dos subsídios e empréstimos concedidos, conseguindo encolher os déficits de 10 por cento do PIB para cerca de 5,7 por cento e, controlar a inflação. Conseguindo manter o rublo vinculado ao dólar.¹⁵

Por trás do sucesso da política estava um procedimento que enfraquecia a solidez da nova economia aberta. Para financiar as operações do governo e conseguir apoio contra os remanescentes políticos comunistas, eram permitidos leilões fraudulentos. Novos magnatas eram favorecidos em detrimento daqueles merecedores, compravam refinarias e mineradoras a baixo custo, não só ficavam mais ricos como ganhavam influência na política do governo.

¹⁵ Ibid, p. 242

No pacote do FMI de 1996 a entidade pedia por um sistema bancário mais moderno e estipulava metas para o déficit. No entanto, o déficit em 1996 chegou a 8,4 por cento e a 7,4 por cento em 1997, ambos fora da meta.¹⁶ Blustein (2002), ainda ressalta um problema considerado mais profundo, o que os economistas americanos Clifford Gaddy e Barry Ickes chamam de “economia virtual”. Os produtos não eram vendidos a preços de mercado, eram trocados por outros produtos. Não só as novas empresas privadas faziam uso dessas trocas; o governo recebia como forma de pagamento de impostos produtos que poderiam utilizar.

Apesar de todos os problemas micro e macroeconômicos listados, a Rússia também foi alvo dos investidores. Os especuladores viam como suficiente o taxa de inflação relativamente baixa, de 11 por cento, o rublo estável, comunistas derrotados e um programa do FMI. O valor dos investimentos em carteiras de ações, em 1997, chegou a 10 por cento do PIB de 450 bilhões.

Blustein (2002), lista razões pelas quais os investidores agiam no país. O investimento maciço em GKO (obrigações do Estado a curto prazo), no início de 1998 chegou a 20 bilhões de dólares, pois estes ofereciam rendimento entre 20 a 30 por cento com vencimento a curto prazo de, em geral, três meses. Apesar do juros e do principal serem pagos em rublos, os investidores se valiam do fato de que a Rússia vinha conseguindo manter o rublo estável frente ao dólar. Desde de 1995 o governo estava empenhado em manter o rublo em volta de 6,2 rublos o dólar.

Segundo Blustein (2002) foram dois os motivos pelos quais a Rússia viria a ser contagiada pela crise do sudeste asiático. O primeiro foi comercial, a demanda dos principais produtos exportados pelo país – petróleo e gás – foi atingida pela crise asiática; os preços destes caíram pela metade em relação aos níveis de 1997. Conseqüentemente, o déficit comercial se refletiu em um déficit na conta corrente no valor de 1,5 bilhão de dólares só no primeiro trimestre de 1998; para efeito de comparação, no mesmo período do ano anterior o registro era de um superávit de 3,9 bilhões. A debilidade numa importante fonte de divisas minava a confiabilidade do país.

O segundo motivo apontado era uma onda de pessimismo lançada sobre todos os mercados emergentes no mundo inteiro. No início de 1998 ficando evidente a debilidade da economia japonesa – a conseqüente desvalorização do iene e,

¹⁶ Ibid, p. 244

portanto, dos preços internacionais de seus produtos – todas as moedas asiáticas seriam pressionadas pela queda dos preços dos produtos concorrentes.

Blustein (2002), coloca como a Rússia sofria do que os economistas chamam de “dinâmica explosiva da dívida”. Segundo ele a Rússia mostrava mais vulnerabilidade porque quanto mais o mercado se amedrontava, mais o problema orçamentário se aguçava, o que por sua vez intensificava os receios do mercado. O governo arrecadava muitas somas através do mercado de GKO, assim o governo via 25 por cento de suas despesas, nos primeiros meses de 1998, serem direcionadas apenas para pagar os juros desses papéis. Quando os investidores exigissem mais rendimento, talvez por um aumento de risco, as despesas teriam um conseqüente aumento. O que viria a acontecer em maio de 1998, o governo que tinha levantado dinheiro no mercado de GKO por 25 por cento em abril, teria que oferecer rendimentos superiores a 60 por cento para conseguir compradores.

3.5. BRASIL: BREVE HISTÓRICO E CRISE

“ Há um velho ditado segundo o qual o Brasil, com 165 milhões de habitantes e muitos recursos naturais, “é o país do futuro... e sempre o será” ” (Blustein, 2002, pg. 334). Naquele período o país tinha a oitava economia do mundo, com 800 bilhões de dólares de PIB. Segundo Blustein (2002) o Brasil era considerado a *última linha de defesa*, o último caso antes de um possível colapso financeiro mundial.

Para virar alvo, como os outros emergentes da década de 1990, dos investidores estrangeiros, o país precisava estabilizar a moeda, o real. Blustein (2002), relata a passagem da instabilidade monetária para o fim da hiperinflação. O ano de inflexão seria 1994, no início do ano a alta inflação se materializava na magnitude de 30 por cento ao mês, ou seja, 2.700 ao ano. Nesse mesmo ano se implementou o Plano Real, o qual viria a substituir a antiga moeda, controlar rigorosamente a criação de moeda e usar a taxa de câmbio como uma âncora. O resultado positivo levou a inflação a, apenas, um dígito no final de 1996, 9,6 ao ano.¹⁷

¹⁷ Ibid, p. 335

Com o fim da instabilidade da moeda o Brasil se torna uns dos alvos preferidos dos investidores internacionais, não só de investimentos de curto prazo, mas também de investimentos de longo prazo. Blustein (2002), ilustra os maciços investimentos com o caso da rede multinacional de *fast foods* McDonald's, em 1996 a empresa havia anunciado um investimento de 500 milhões de dólares para aumentar de 200 para 530 o número de lanchonetes.¹⁸

No entanto, o plano de estabilidade da moeda mostrava ter um lado negativo; a manutenção da moeda atrelada ao dólar acabava por manter o real supervalorizado. O Banco Central estava obrigado a manter o valor da moeda próximo ao dólar; então, mesmo depois da crise do México, em 1994-95, quando as moedas dos países emergentes ficaram sob forte pressão o real se manteve. Os governantes se justificavam dizendo que se reduzissem as taxas de juros e afrouxassem a política cambial, a inflação poderia voltar a assombrar a economia brasileira. Portanto, mantiveram o plano de estabilização, conseguindo com que, em 1998, a inflação caísse novamente, para três por cento ao ano. Blustein (2002), relata a opinião dos analistas de que o real estava supervalorizado. Segundo eles, ao valor de 1,20 real o dólar, os produtos brasileiros estavam com preço alto no mercado internacional, tendo como resultado quedas no volume de exportações; o déficit comercial estava chegando a 30 bilhões de dólares, ou 4 por cento do PIB. Em 1998, os analistas julgavam que o real se encontrava supervalorizado em 30 por cento.

No outono de 1998 o país é contagiado pela crise Russa; Blustein (2002), compara os dois países:

A despeito do muito que diferenciava o Brasil da Rússia – por exemplo, os bancos brasileiros eram razoavelmente sólidos, as indústrias eram vibrantes e o governo se mostrava capaz de coletar os impostos – as semelhanças eram muito óbvias para que o Rebanho Eletrônico não as notasse. O déficit orçamentário de 65 bilhões de dólares equivalia a 8 por cento do PIB, e o governo tinha emitido uma porção de bônus a curto prazo para cobrir o desnível entre a receita e as despesas. Além do mais, a moeda brasileira, o real, estava sujeita – assim como o rublo tinha estado - a um regime de paridade móvel, em que o Banco Central permitia modestas flutuações de seu valor frente ao dólar.(Blustein, 2002, p. 331).

¹⁸ Ibid, p. 336

Assim, o país entra no círculo vicioso que havia dragado as economias asiáticas e russa. Em uma tentativa de induzir os investidores a não vender reais, o Banco Central elevou os juros ao patamar de 40 por cento, elevando, ao mesmo tempo, os juros que deviam ser pagos sobre a dívida. As obrigações do governo estavam em volta de um dívida de 265 bilhões de dólares, o déficit governamental de oito por cento do PIB era quase todo usado para pagar os juros da dívida. Os títulos lançados pelo governo para cobrir o déficit tinham vencimento médio de menos de sete meses e a maioria pagava juros indexados à taxa de empréstimos *overnight*. Deste modo, os juros mais altos significavam mais juros a ser pagos, o que levava a um maior déficit, maior déficit requeria mais empréstimos. Os investidores, então, percebiam que quanto mais alto fossem os juros, mais difícil seria para o Brasil pagar suas dívidas, fazendo-os vender mais reais; conseqüentemente, os juros eram elevados novamente.

A corrida contra o real fez com que as reservas brasileiras diminuíssem, em agosto e setembro, de 75 bilhões de dólares para 45 bilhões. Entre as instituições financeiras que mais faziam a operação estavam os bancos comerciais estrangeiros. A Bolsa de Valores de São Paulo, que era uma das favoritas dos investidores estrangeiros, estavam registrando, diariamente, quedas de até 16 por cento em setembro de 1998.

O cenário melhoraria nos dois últimos meses daquele ano, quando os Estados Unidos e Europa reduzem suas taxas de juros, o Japão passa por uma reforma bancária, e ao pacote de ajuda econômica do FMI ao Brasil; no dia 13 de novembro, o FMI oficializa, junto a países ricos, um pacote de 41,5 bilhões de dólares. A quantidade de dinheiro forte que estava saindo do país caiu para 1,9 bilhões em novembro de 1998, quantidade muito menor do que saía a dois meses antes.¹⁹

Mas, em dezembro, a fuga de capital recomeça, chegando a 5,2 bilhões de dólares. Uma das explicações foi a queda da taxa *overnight* de 42 por cento em 10 de novembro para 29 por cento no final de dezembro. Uma outra notícia viria a aumentar a virulência do processo; em janeiro de 1999, um estado brasileiro anuncia a suspensão do pagamento de uma dívida de 15,4 bilhões de dólares ao governo federal. Assim, de 6 a 12 de janeiro o país perde mais 2 bilhões de dólares em

¹⁹ Ibid, p. 346

reservas. Em 13 e 14 de janeiro, as reservas caíram mais 4,8 bilhões de dólares. Os mercados estavam tirando toda sua moeda forte do Brasil, até que o governo cede e decide deixar o real flutuar. No anúncio da nova política cambial, 19 de janeiro, o real caiu para 1,59 por dólar, 31 por cento abaixo do nível antes da desvalorização, continuando a cair até chegar a 2 reais o dólar no final do mês.²⁰

A desvalorização do real intensificava o círculo vicioso, pois alguns dos títulos do governo estavam vinculados ao dólar; a queda da moeda tornava mais difícil o pagamento dos juros. Os bancos haviam cortado em um terço os 60 bilhões de dólares que estavam fornecendo ao país em linhas de crédito desde de agosto de 1998.

O caso melhoraria em março, com o anúncio, feito pelo novo presidente do Banco Central, de que as taxas de juros de curto prazo seriam elevadas de 39 para 45 por cento. A moeda que tinha chego a 2,22 real o dólar iria se valorizar, depois do anúncio, para alcançar 1,66 em abril.²¹

²⁰ Ibid, p. 349

²¹ Ibid, p. 357

4. PROCESSOS MACROECONÔMICOS E FINANCEIROS NA ÁSIA

Krugman, Paul (2001), expõe a existência de vários fatores os quais podem ser apontados como responsáveis pela crise na Ásia: sistemas bancários corruptos e mal-administrados, falta de transparência das formas de governo, falhas do capitalismo administrado pelo estado.

Assinala, no entanto, que erros nas políticas econômicas, reações precipitadas de governos, da comunidade internacional e dos participantes dos mercados transformaram a crise em pânico financeiro e recessão profunda.

Existe a afirmação do papel fundamental que os fluxos financeiros e o conseqüente pânico no setor tiveram sobre a crise. Mas, Krugman, P. (2001), lembra sobre significativos problemas subjacentes nas economias asiáticas, tanto microeconômicos – RAUL (2000), reafirma o colocado anteriormente, que as economias dos países da Ásia estavam corrompidas por um capitalismo de compadrio, onde havia o favorecimentos por parte do governo e corrupção, gerando investimentos ineficientes – quanto macroeconômicos; contudo, ressalva que esses desequilíbrios não foram suficientes para justificar a crise ocorrida (condições necessárias, mas não suficientes).

Neste capítulo serão expostos alguns indicadores macroeconômicos que poderiam ter renunciado a crise. Lembrando a posição de Krugman, P. (2001), a qual enfatiza que tais indicadores não eram suficientes para justificar a crise, mas que mostravam a vulnerabilidade do sistema. O primeiro subcapítulo, no entanto, se encarregará de mostrar como importantes indicadores de crises se mostravam saudáveis.

4.1. INDICADORES ECONÔMICOS SAUDÁVEIS ANTES DA CRISE

Krugman, P. (2001), revela como os indicadores normalmente associados a crises não se mostravam problemáticos.

Segundo o autor, apesar dos governos terem promovido pesados investimentos na infra-estrutura, estes sendo financiados por recursos externos, esforços fiscais fora do orçamento formal, os países apresentavam resultados fiscais

dentro de controle (como mostrado na tabela 1). E, conseqüência dos resultados fiscais positivos, as taxas de inflação estavam abaixo dos 10% em toda a região, nos anos 90.

Indicadores tomados pela maioria dos observadores e de analistas como associados a crises, as contas públicas que estavam no centro das crises da América Latina nos anos 80, aqui registravam resultados positivos na maioria dos envolvidos na crise.

TABELA 1 - RESULTADO FISCAL DO GOVERNO CENTRAL, 1990-96 (PORCENTUAL DO PIB)

Ano	Indonésia	Malásia	Filipinas	Tailândia	Coréia do Sul	México
1990	0,4	-3,0	-3,5	4,5	-0,7	-2,8
1991	0,4	-2,0	-2,1	4,7	-1,6	-0,2
1992	-0,4	-0,8	-1,2	2,8	-0,5	1,5
1993	0,6	0,2	-1,5	2,1	0,6	0,3
1994	0,9	2,3	1,1	1,9	0,3	-0,7
1995	2,2	0,9	0,5	2,9	0,3	-0,6
1996	1,2	0,7	0,3	2,3	-0,1	n.a.

FONTE: Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

4.2. REVERSÃO DOS FLUXOS DE ENTRADA DE CAPITALIS

Como dito anteriormente, o fluxo de capitais, ou melhor, a reversão dos fluxos de capitais tiveram destacado papel na crise. Na breve revisão de alguns países envolvidos mostrou-se algumas causas desses fluxos.

Oliveira, A. P. (2000), reforça as causas:

O acúmulo de dólares não associados à produção criou no mundo um excesso de liquidez, permitindo a geração de violentos e gigantescos fluxos de capital de curto prazo, que se deslocam pelo mundo em busca de reprodução imediata...a expectativa de que altas taxas de crescimento assim obtidas nas economias postas em foco (Ásia) continuariam sem tropeço maior ajudava a manter o fluxo de dinheiro.

Krugman, P. (1999), relembra que a reversão iniciada em julho de 1997 teve como causa, em parte, eventos externos. A depreciação do iene japonês fez com que os produtos das indústrias dos países do sudeste asiático se tornassem menos competitivos.

A tabela retirada de outra publicação do autor (2001) mostra a mudança no volume dos financiamentos externos para o conjunto de países da região. Isso porque, segundo Krugman, P. (1999), no longo prazo, um número crescente de especuladores, cujo crédito provinha de fontes externas, empresas e outras instituições financeiras, viam seus empreendimentos se deteriorarem.

Krugman, P. (1999), coloca que parte da transmissão da reversão dos fluxos, iniciada na Tailândia, para os outros países da região, tenha sido a tendência das economias asiáticas de exportarem produtos similares; dando como exemplo as exportações de roupas da Tailândia para o Ocidente, os quais ficaram mais baratas que as da Indonésia depois da depreciação do baht tailandês. No entanto, segundo ele, as estimativas mostram que tal congruência dos mercados exportadores não eram suficientes para disseminar a crise.

Para Krugman, P. (1999), as relações financeiras entre os países tiveram maior importância na disseminação da crise, não que os países da região mantivessem grandes investimentos entre eles; mas, porque o fluxo de dinheiro para a região normalmente vinha dos “fundos dos mercados emergentes”, os quais colocavam os países da região em um mesmo pacote. Assim, quando os recursos desses fundos se esgotaram todos os países foram atingidos.

Uma vez que a Tailândia passava por apuros, os investidores assumiam que todos os outros países da região estavam à mercê das mesmas condições; retirando, portanto, seu dinheiro dos fundos dos mercados emergentes, mesmo países que não apresentavam fundamentos econômicos duvidosos. Lembrando, através de Krugman, P. (2001), que o fluxo anterior de entrada de fundos estrangeiros na Ásia foi um fator necessário para a crise subsequente acontecer – não a explicando, no entanto, por si mesmos.

TABELA 2 - AS CINCO ECONOMIAS ASIÁTICAS: FINANCIAMENTO EXTERNO, 1994-98 (US\$ BILHÕES)

	1994	1995	1996	1997 ^a	1998 ^b
<i>Saldo em conta corrente</i>	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0	17,6
<i>Financiamento externo</i>	47,4	80,9	92,8	15,2	15,2
Fluxos privados, líquido	40,5	77,4	93,0	-12,1	-9,4
Investimento em ações	12,2	15,5	19,1	-4,5	7,9
Participação direta	4,7	4,9	7,0	7,2	9,8
Participação em carteira	7,6	10,6	12,1	-11,6	-1,9
Credores privados	28,2	61,8	74,0	-7,6	-17,3
Bancos Comerciais	24,0	49,5	55,5	-21,3	-14,1
Credores privados não-bancários	4,2	12,4	18,4	13,7	-3,2
Fluxos oficiais, líquido	7,0	3,6	-0,2	27,2	24,6
Instituições financeiras internacionais	-0,4	-0,6	-1,0	23,0	18,5
Credores bilaterais	7,4	4,2	0,7	4,3	6,1
<i>Empréstimos de residentes/outros, líquido^c</i>	-17,5	-25,9	-19,6	-11,9	-5,7
<i>Reservas, exclusive ouro^d</i>	-5,4	-13,7	-18,3	22,7	-27,1

Fonte: Institute of International Finance (IFF 1998)

Nota: As cinco economias asiáticas são Coreia do Sul, Indonésia, Malásia, Tailândia e Filipinas.

^aEstimativa

^bPrevisão do IIF

^cInclusive empréstimos líquidos de residentes, ouro monetário e erros e omissões.

^dNúmeros negativos representam aumento.

4.3.SINAIS DE RISCO

A crise não era esperada e não foi prevista, pois vários fundamentos macroeconômicos pareciam saudáveis. Entretanto, podem ser levantados alguns sinais de vulnerabilidade financeira crescente durante o ano de 1996 e início de 1997. Krugman, P. (2001), assinala que tais sinais pareciam sugerir apenas desequilíbrios e a necessidade de um ajustamento, e não a iminência de uma grande crise.

Concomitantemente aos aumentos dos fluxos de entrada de capitais estavam os aumentos no déficits em conta corrente. Oliveira, A. P. (2000), relata os déficits quando afirma que as altas taxas de crescimento vinham a custo dos resultados negativos em conta corrente, resultados das importações de máquinas e equipamentos necessários para atender a industrialização.

Krugman, P. (1999), discorre sobre como alguns economistas não consideram os déficits em conta corrente uma mal fundamento econômico, mas

também explica porque os déficits comerciais não eram decisões confiáveis do setor privado e, sim, de um problema de “risco moral”.

Segundo ele, os déficits comerciais eram reflexo da disparada de investimentos, juntamente com o aumento de gastos de uma classe de consumidores, já que estes demandavam mais importações. E, contabilmente, espera-se que ingressos líquidos de capital devem ser seguidos de déficits na conta corrente. Portanto, sendo os fluxos de capitais economicamente justificáveis, tais déficits também o deveriam ser.

A inquietação sobre os déficits levaram os investidores a se lembrar do caso do México, cujos resultados negativos se assemelhavam aos dos países asiáticos. Krugman, P. (1999), observa que o “capitalismo de clientelismo” gerado pelas várias políticas de compadrio que assolavam alguns dos países asiáticos gerou o problema do “risco moral”.

Assim, em toda a região, garantias do governo não oficiais cooperaram para a proliferação de investimentos mais arriscados, menos promissores e eficientes em relação à aqueles que teriam prevalecido na ausência de tais garantias tácitas; portanto, os fluxos de capitais direcionados para investimentos improdutivos não os mantinham caracterizados como economicamente justificáveis. Porém, ressalta Krugman, P. (2001), o déficit em conta corrente não é um infalível indicador para previsões de crise, uma vez que a Indonésia e a Coréia do Sul, com os menores déficits, foram os países mais atingidos pela crise.

TABELA 3 - BALANÇO DE PAGAMENTOS, 1985-96 (PORCENTUAL DO PIB)

	Coréia do Sul		Indonésia		Tailândia	
	1985-89	1990-96	1985-89	1990-95	1985-89	1990-95
Conta corrente	4,3	-1,7	-2,5	-2,5	-2,0	-6,8
Balança comercial	3,6	-1,2	5,9	4,5	-2,2	-4,7
Exportações	30,7	25,0	21,9	24,2	22,9	29,6
Importações	-27,2	-26,2	-15,9	-19,7	-25,1	-34,3
Capital	-2,5	2,5	3,5	4,1	4,2	10,2
Investimento direto (líquido)	-0,1	-0,3	0,5	1,2	1,1	1,5
Investimento em carteira (líquido)	0,2	1,9	-0,0	0,9	1,2	1,5

FONTE: Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

cont. TABELA 3 - BALANÇO DE PAGAMENTOS, 1985-96 (PORCENTUAL DO PIB)

	Coréia do Sul		Indonésia		Tailândia	
	1985-89	1990-96	1985-89	1990-95	1985-89	1990-95
Ações	0,0	0,8	0,0	0,5	0,8	0,7
Títulos da dívida	0,1	1,1	-0,0	0,4	0,4	0,9
Outros investimentos (líquido)	-2,4	1,0	3,0	2,0	2,0	7,1
Autoridades monetárias	-0,0	-0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Governo geral	-1,2	-0,3	2,6	0,5	0,2	-0,4
Bancos	-0,8	0,1	0,0	0,4	0,2	3,5
Outros setores	-0,4	1,2	0,4	1,2	1,5	4,0
Financiamento	-1,7	-0,6	-0,1	-1,1	-3,0	-3,6
Haveres	-1,4	-0,6	-0,2	-1,0	-2,7	-3,5

FONTE: Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

Enquanto ocorriam os déficits em conta corrente junto aos grandes fluxos de capital, as taxas de câmbio se apreciavam significativamente em termos reais entre 1990 e o primeiro trimestre de 1997. A tabela mostra que a apreciação real ocorreu em todos os países, no período, passando de 25% em quatro países. Depois de 1994 a valorização foi ainda mais rápida devido a valorização do dólar frente a outras moedas fortes no mundo. Krugman, P. (2001), enfatiza a valorização do dólar frente ao iene japonês como um ponto decisivo para a fase de sobrevalorização.

No entanto, apesar de grandes apreciações em períodos curtos estivessem estado ligados a posteriores crises no balanço de pagamentos – como o caso do México, que teve em termos reais, uma apreciação de 40% entre 1988 e 1993, antes de sua crise mais recente – Krugman, P. (2001) destaca que tais índices são meramente informativos, já que diversos outros países experimentaram valorizações elevadas sem sofrer uma crise como a verificada no México e no Sudeste da Ásia.

TABELA 4 - ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO REAL, 1988-97 (1990 = 100)

Mês e Ano	Indonésia	Malásia	Tailândia	Coréia do Sul	China	Brasil
Dezembro de 1988	98	98	102	102	80	159
Dezembro de 1989	93	94	98	95	85	175
Dezembro de 1990	100	100	100	100	100	100
Dezembro de 1991	99	99	97	99	103	112
Dezembro de 1992	92	87	90	94	98	119
Dezembro de 1993	88	88	88	93	86	148

FONTE: Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

cont. **TABELA 4** - ÍNDICE DA TAXA DE CÂMBIO REAL, 1988-97 (1990 = 100)

Mês e Ano	Indonésia	Malásia	Tailândia	Coréia do Sul	China	Brasil
Dezembro de 1994	92	86	89	91	109	53
Dezembro de 1995	89	84	87	88	95	39
Dezembro de 1996	80	78	80	88	84	35
Março de 1997	75	72	75	89	79	33
Junho de 1997	78	75	76	89	80	33
Setembro de 1997	99	92	104	88	77	33
Dezembro de 1997	150	108	124	157	74	33

FONTE: Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

Nota: A tabela registra taxas de câmbio de final de período baseadas no índice de preços no atacado. As estimativas foram calculadas em pesos do comércio dos países da OCDE, exceto nos casos do México e da Coréia do Sul. Um aumento significa depreciação.

A consequência da apreciação real da taxa de câmbio foi a redução acentuada das taxas de crescimento das exportações em 1996 e 1997, como pode ser visto na tabela. A queda do crescimento das exportações, medidas em dólares, para os cinco países, foi de uma média de 24,8 em 1995 para 7,2 em 1996 e mais ainda no início de 1997²².

O que deveria ter sido percebido da redução do crescimento das exportações, segundo Krugman, P. (2001), era a indicação de que a qualidade dos investimentos estava pior, portanto, levando as empresas a ter mais dificuldade de honrar suas obrigações em moeda estrangeira.

Para Krugman, P. (2001), aparentemente, grande parte dos recursos obtidos no exterior estavam sendo canalizados para investimentos especulativos no setor imobiliário, quando deveriam ser direcionados ao aumento da capacidade produtiva de produtos manufaturados para exportação, como anteriormente. Segundo ele, os dados oficiais subestimavam os valores gastos nesses empreendimentos, já que as empresas aparentemente desviam seu próprio capital de giro e outros recursos para empreitadas que envolviam imóveis.

²² Krugman, P. (2001)

TABELA 5 - EXPECTATIVAS SOBRE O CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES E A TAXA DE CÂMBIO
Taxa de Câmbio

País	Crescimento das Exportações ^a				Previsão em Agosto de 1997: Horizonte de Três Meses	Taxa em 29 de Outubro de 1997 ^b
	Esperada em 1996	Observada em 1996	Esperada em 1997	Revisada em 1997		
Indonésia	14,3	4,9	15,0	10,0	2.500	3.610 (44,4)
Malásia	18,0	7,3	15,0	7,4	2,75	3,40 (23,6)
Filipinas	25,0	17,7	23,0	22,8	28,00	35,1 (25,3)
Tailândia	22,0	-1,7	7,7	-0,5	32,00	39,1 (22,2)

FONTES: Previsão de agosto de 1997, Goldman Sachs, Asian Economic Quarterly, agosto de 1997, p.12 taxa de 29 de outubro de 1997, The Economist, 1º de novembro de 1997.

^aEsperada em 1996 a partir de previsão em dezembro de 1995, esperada em 1997 a partir de previsão em dezembro de 1996 e revisada em 1997 a partir de previsão em agosto de 1997.

^bNúmeros em parênteses são erros de expectativas como porcentagem da previsão de agosto de 1997.

Finalmente, vemos na tabela seguinte, o acentuado aumento nas dívidas de curto prazo em moeda estrangeira decorrente dos empréstimos externos a bancos domésticos e grandes empresas. Segundo Krugman, P. (2001), o volume real das dívidas era muito maior, porque os dados não incluem emissões de commercial papers de bancos sediados em paraísos fiscais.

Em relação ao perigo do uso de empréstimos de curto prazo em moeda estrangeiras para financiar investimentos em atividades imobiliárias e outras, produtoras de bens e serviços não-comercializáveis no exterior, Krugman, P. (2001) coloca duas razões pelas quais os bancos se tornaram crescentemente vulneráveis:

I. Tomavam empréstimos em moeda estrangeira e emprestavam em moeda local, expondo-se ao risco de perdas por uma eventual depreciação da taxa de câmbio e, mesmo que os empréstimos fossem feitos em moedas estrangeiras, os devedores não estavam obtendo receitas na mesma moeda;

II. Os bancos tomavam recursos de paraísos fiscais com vencimento de curto prazo e transferiam esses recursos internamente para recebimento a longo prazo, estavam expostos ao risco de uma "corrida bancária".

Encontramos nessa tabela um indicador para os riscos relacionados a dívida de curto prazo, este se compõe da relação entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais. A medida compara as exigibilidades externas de curto prazo

de um país com os ativos externos líquidos disponíveis para honrar esse passivo, na eventualidade de uma pressão dos credores.

Tanto o México, em 1994, quanto a Indonésia, a Tailândia e a Coréia do Sul – os três países mais atingidos pela crise – em 1997, apresentavam dívidas de curto prazo maiores que suas reservas internacionais.

No entanto, Krugman, P. (2001), chama a atenção para o fato de que vários outros países apresentavam uma relação maior que 1,0 e não foram afetados pela crise; sugerindo que a dívida de curto prazo superior às reservas não necessariamente causa uma crise, mas torna um país vulnerável a um pânico financeiro.

TABELA 6 - DÍVIDA DE CURTO PRAZO E RESERVAS, 1994 E 1997 (US\$ MILHÕES)

País	Junho de 1994			Junho de 1997		
	Dívida de Curto prazo	Reservas	Relação Dívida de Curto Prazo/Reservas	Dívida de Curto Prazo	Reservas	Relação Dívida de Curto Prazo/Reservas
Argentina	17,557	13,247	1,325	23,891	19,740	1,210
Brasil	28,976	41,292	0,702	44,223	55,849	0,792
Chile	5,447	10,766	0,506	7,615	17,017	0,447
Índia	5,062	16,725	0,303	7,745	25,702	0,301
Indonésia	18,822	10,915	1,724	34,661	20,336	1,704
Coréia do Sul	35,204	21,685	1,623	70,182	34,070	2,060
Malásia	8,203	32,608	0,252	16,268	26,588	0,612
México	28,404	16,509	1,721	28,226	23,775	1,187
Filipinas	2,646	6,527	0,405	8,293	9,781	0,848
África do Sul	7,108	475	14,964	13,247	4,241	3,124
Sri Lanka	511	1,983	0,258	414	1,770	0,234
Taiwan	17,023	90,143	0,189	21,966	90,025	0,244
Tailândia	27,151	27,375	0,992	45,567	31,361	1,453
Turquia	8,821	4,279	2,061	13,067	16,055	0,814
Venezuela	4,382	5,422	0,808	3,629	13,215	0,275
Zimbábue	704	534	1,319	731	447	1,635

FONTES: Elaboração a partir de Bank for International Settlements (1998) e FMI (várias publicações) de Krugman, P. Crises Monetárias. Editora Makron Books, cap. 4, pp. 121-189. São Paulo, 2001.

5. CONCLUSÃO

A crise na região asiática que eclodiu em 1997 na Tailândia não havia sido esperada e acabou atingindo grande magnitude, espalhando-se por vários países da região. O estudo das condições micro e macroeconômicas dos países atingidos mostrou que houve vários fatores existentes para a crise se tornar real, no entanto, eram condições necessárias e não suficientes para explicar a explosão da crise.

Os modelos de primeira e segunda gerações abordados consideram que crises cambiais são originadas de políticas macroeconômicas mal-construídas, no entanto, diferentemente da crise a qual assolou a América Latina nos anos 80, nos países asiáticos não se encontravam grandes distorções nos fundamentos macroeconômicos, não o suficiente, por si mesmos, para desencadear a crise deflagrada. No entanto, o breve estudo sobre os casos da Rússia e a do Brasil mostraram que a questão dos déficits do governo, novamente, tiveram importância.

Enquanto que os modelos de terceira geração incorporam a questão da assimetria de informações, a qual gera distorções no sistema financeiro, ponto muito importante para a situação asiática; onde a reversão abrupta de grandes fluxos de capitais assumiu o papel de grande vilão.

Ficou constatado que no período próximo da eclosão da crise os países, em geral, apresentavam resultados fiscais responsáveis. Os déficits em conta corrente eram interpretados de forma positiva, sendo considerados o resultado de importações de máquinas e de uma nova classe de consumidores. A combinação entre a forte entrada de fluxos de capitais, a valorização real do câmbio e a queda do crescimento das exportações não despertavam tantas preocupações quanto a qualidade dos investimentos. Ou seja, se os recursos oriundos do exterior estavam sendo orientados para setores produtores de produtos para exportação, da forma como acontecia anteriormente.

Mesmo em retrospectiva esses indicadores, por si só, não são vistos como determinantes para o despontar da crise; tornavam os países vulneráveis mas não teriam garantido a crise.

A relação dívida de curto prazo e reservas poderia ter sido um indicador prenunciador da tragédia. Muitos países, não só os atingidos, estavam expostos a

uma súbita corrida à moeda estrangeira, pois suas dívidas de curto prazo em moeda estrangeira superavam as reservas.

Novamente, mesmo essa relação não garantia, por si só, o acontecido. As dívidas poderiam ter sido roladas, se os credores não encontrassem motivos para duvidar da capacidade de pagamento dos devedores o processo continuaria sem tropeços.

O estudo mostrou, então, que os países possuíam vulnerabilidades em seus sistemas financeiros, mas caso os credores tivessem mantido a confiança, a crise não teria eclodido. A questão recaiu sobre quais os fatos específicos que precipitaram a tragédia. Podem ser listadas causas diretas das fugas de capitais: falências de empresas financeiras na Tailândia, encerramento de atividades na Indonésia, preocupações sobre os chaebols na Coreia do Sul, incerteza política na Coreia do Sul, na Tailândia, nas Filipinas e na Indonésia, devido a potenciais mudanças de governo.

Pelo estudo parece plausível concluir que se os capitais ingressantes tivessem sido utilizados em atividades que pudessem captar divisas - atividades exportadoras - ao invés de investimentos em ações e imóveis (*non-tradables*²³), a crise poderia não ter estourado, já que a falência de empresas que geraram as primeiras dúvidas sobre a situação dos países não teriam acontecido. Contudo, devido as circunstâncias atuais, deve-se frisar que tal conclusão só é pertinente em situações de normalidade, já que a crise atual, a qual se tornou umas das maiores da história, afetou economias muito bem construídas sob políticas de exportação, como Alemanha e Japão.

Além da questão mencionada sobre o contágio mais ou menos direto; muitos credores consideravam a região como um todo. Quando a Tailândia apresentou dificuldades os credores assumiram que todos os outros países da região estavam na mesma situação.

²³ *Non-tradables* são produtos que não podem ser comercializados no comércio exterior; portanto, não geram divisas.

6. REFERÊNCIAS

BLUSTEIN, PAUL. *Vexame: os bastidores do FMI na crise que abalou o sistema financeiro mundial*; tradução Renato Bittencourt. Rio de Janeiro: Record, 2002.

CARRION, R. K. M. & PAULO FAGUNDES VIZENTINI, P. F. *A crise do capitalismo globalizado na virada do milênio*. Ed. da UFRGS. Porto Alegre, 2000

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 agosto de 2009.

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.

KRUGMAN, P. *Crises Monetárias*. Tradução técnica: Nelson Carneiro. São Paulo, Makron Books, 2001.

KRUGMAN, P. *Uma nova recessão? : o que deu errado*. Rio de Janeiro : Campus, 1999.

MISHKIN, F. S. *Lessons from the Ásia Crisis*. National Bureau of Economic Research. Working Papers, n: 7102. April, 1999. Disponível em www.nber.org/papers/w7102>, acesso em agosto de 2009.

MISHKIN, F. S. *Moeda, bancos e mercados financeiros*. Rio de Janeiro : Editora JC, 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 agosto de 2009.

OLIVEIRA, A. P. DE. *A crise asiática: mito e realidade* (2000). In: Carrion, R. K. M. & Paulo Fagundes Vizentini, P. F. *A crise do capitalismo globalizado na virada do milênio*. Ed. da UFRGS. Porto Alegre, 2000