

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FIM DE CURSO

A CRISE ASIÁTICA: UMA COMPARAÇÃO COM AS CRISES CHILENA  
(1982) E MEXICANA (1994)

Francisco Lourenço Faulhaber Bastos-Tigre

Matrícula: 9614186

Orientador: Demosthenes Madureira de Pinho Neto

Junho de 1999

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-  
lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor

tutor

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do  
autor

*À minha família*

## Índice

Introdução	5
Capítulo I: a crise asiática (1997): os casos da Coreia do Sul e Tailândia	8
Aspectos macroeconômicos no sudeste asiático	11
A crise asiática e o colapso do sistema financeiro	14
Programa de Ajuda do Fundo Monetário Internacional	25
Capítulo II: a crise chilena (1982)	29
O efeito do Dutch Disease no Chile (1977-1983)	30
As taxas de juros e a crise no sistema financeiro	35
Fatores que levaram à crise chile de 1982	39
Lições da crise chilena de 1982	41
Análise do Chile no período de 1989-1995	42
Capítulo III: a crise mexicana (1994)	45
O modelo de estabilização mexicano	45
Situação do México em 1994	46
Dutch Disease e a crise mexicana de 1994	48
Crises na América Latina: os casos chileno e mexicano	54
Conclusão	57
Apêndice I: alguns fatores determinantes de crises cambiais	63
Bibliografia	66
Tabela1: Fluxo de Capitais para Mercados Emergentes	69
Tabela2: Agregados Macroeconômicos – Ásia 1990-1996	70
Tabela3: Dívida Pública – Ásia	71
Tabela4: Reservas Internacionais- Ásia	72
Tabela5: Taxa de Câmbio Real 1987-1997 – Ásia e América Latina	73
Tabela6: Dívida de Curto Prazo – Ásia	74
Tabela7: M2 (percentual das reservas internacionais) – Ásia	75
Tabela8: Programa de Ajuda – Ásia	76
Tabela9: Conta Corrente (percentual do PIB) – Ásia	77
Tabela10: Fluxo de Capitais – Chile 1977-1982	78
Tabela11: Indicadores Macroeconômicos – Chile 1978-1982	79
Tabela12: Indicadores Macroeconômicos – Chile 1979-1983	80
Tabela13: Indicadores Macroeconômicos – México 1991-1995	81
Tabela14: Fluxo de Capitais Privados (percentual PIB) – Chile e México	82
Tabela15: M2 (percentual das reservas internacionais) – Chile e México	83
Tabela16: Empréstimos não pagos – Chile e México	84
Gráfico1: J.P. Morgan EMBI México	85

## Introdução

“You learn a lot more about how the global economy works when something goes wrong than when everything hums along smoothly. And maybe the lessons we learn from crisis will help us avoid, or at least cope better, with the next crisis”

Paul Krugman, 1998

O colapso cambial que se deflagrou na Ásia em meados de 1997 teve efeitos devastadores sobre alguns países da região. Levados a flutuar suas moedas diante da deterioração nos preços dos ativos, e da perda de confiança por parte de investidores nacionais e estrangeiros, os países asiáticos afetados pela crise foram forçados a iniciar um processo de reajuste estrutural de suas economias, que resultou em queda do nível do produto, aumento das taxas de juros e inflação.

Na tentativa de reverter o ciclo vicioso de fuga de capitais e perda no valor dos ativos, planos de estabilização com apoio e financiamento do FMI e do Tesouro norte-americano foram implementados. Estes planos possibilitaram resgatar a credibilidade no médio prazo, com a volta de investimentos (em alguns países mais rapidamente do que em outros), canalizados particularmente nos mercados de ações, e de investimentos diretos. Impôs, ainda, maior transparência ao *crony capitalism*, que dominava os países asiáticos e que foi um dos responsáveis pela sobrevalorização de ativos.

A análise da crise e seus efeitos principalmente no que diz respeito ao setor financeiro, e o posterior processo de reestruturação, permitirá que se entenda o funcionamento da economia durante uma crise cambial. Além disso, compararemos o colapso da Ásia com dois episódios ocorridos recentemente em

mercados emergentes: a crise mexicana de 1994 e a crise chilena de 1982. A comparação objetiva nos permitir uma melhor compreensão da evolução de uma crise cambial desde sua gestação até sua superação. Neste sentido, cumpre notar que o processo de estabilização no Chile já foi há muito concluído, enquanto o México está em estágio bastante avançado, ainda que com inflação elevada e com o problema do setor financeiro não inteiramente equacionado.

Neste estudo, vamos procurar entender os processos de estabilização adotados pelas economias asiáticas, com o objetivo de determinar como se está processando a superação da crise e retomada do equilíbrio. Procuraremos mostrar que apesar das economias asiáticas apresentarem equilíbrio fiscal, o debilitado setor financeiro destes países representam um *hidden fiscal deficit*. Será analisado o comportamento das principais variáveis macroeconômicas durante o processo, do período anterior à crise até as etapas mais avançadas de consolidação da estabilização, com o propósito de extrair informações aplicáveis em outros países. Será dado ênfase especial ao comportamento das taxas de juros (nominal e real), da taxa de inflação, da variação produto, da taxa de câmbio, da dívida pública (e déficit fiscal), bem à liberalização do sistema financeiro, nos países asiáticos. Argumentaremos que a crise asiática foi resultado da iliquidez internacional, promovida pelo maciço influxo de capitais, determinado pelas garantias implícitas do governos locais e do Fundo Monetário Internacional (FMI).

A monografia está organizada da seguinte forma. No Capítulo I, iniciaremos a análise do caso asiático, demonstrando os motivos que levaram à crise, os efeitos da liberalização do sistema financeiro sobre a economia e principais variáveis macroeconômicas, e os programas de estabilização. Esta análise está focada nos casos sul coreano e tailandês. Nos Capítulo II e III, focamos o estudo nas

experiências chilena e mexicana, de maneira a fornecer base para comparação com a crise asiática. Na conclusão, compararemos os dois casos, asiático e latino-americano, determinando as principais semelhanças – em sua maioria relacionadas com o processo de estabilização – e diferenças – nos motivos que levaram à crise. Tentaremos demonstrar, no estudo, que a crise asiática não teve origem nos fatores de uma crise cambial clássica, onde o desequilíbrio na Balança de Pagamentos força uma readequação da taxa de câmbio real; aqui, a origem da crise foi a falta de transparência das operações, e o efeito *moral hazard* decorrente da tutela do Estado a muitos bancos e empresas. O estudo se encerra com comentários finais sobre crises cambiais e lições que puderam ser tiradas dos casos em análise.

## Capítulo I – a crise asiática (1997): os casos da Coreia do Sul e Tailândia

As décadas de crescimento dos países do sudeste asiático foram substituídas na segunda metade de 1997 pelo colapso do modelo de desenvolvimento que os consagrou. Em 2 de julho de 1997, o Banco da Tailândia, em seqüência ao ataque especulativo a sua moeda, deixou que o baht flutuasse. Filipinas, Malásia e Indonésia também foram forçados a renúncia da defesa da moeda, naquilo que se acreditava ser apenas uma correção de mercado. A intensidade da desvalorização e da reversão do fluxo de capitais evidenciaram que a crise asiática não era apenas uma correção de mercado, mas resultado da percepção por parte dos investidores da fragilidade do sistema financeiro daqueles países.

A reversão do fluxo de capitais resultou, então, na liquidação de ativos sobrevalorizados, dando início a um ciclo vicioso (*self-reinforcing crisis*). A deterioração da qualidade dos ativos dos bancos levou a intervenção e eventual liquidação de diversos bancos e financeiras (caso tailandês), o que implicou em redução e até mesmo suspensão do crédito para a economia real.

A crise asiática marcou o primeiro ano na década de 1990 com redução significativa no fluxo de capitais para mercados emergentes (tabela 1) – a crise do México havia implicado apenas em uma modesta diminuição do fluxo de capitais. A queda no fluxo total de capitais (privado e oficial) em 1997 foi de 12%, passando de 231 bilhões de dólares para 203 bilhões de dólares, em decorrência dos programas de ajuda às economias asiáticas. A análise do fluxo para mercados emergentes evidencia a consistência dos investimentos diretos (de 1991 a 1996 apresentaram taxa de crescimento anual médio de 40%, com aumento de 20% em 1997 – FMI, IFS) e a volatilidade dos investimentos de portfólio.

A reversão do fluxo de capitais privados para os países asiáticos implicou na insolvência do sistema financeiro. Cumpre notar que o banco central – como no caso coreano – não podia fazer uso da totalidade das reservas. O Banco da Coréia as havia depositado em bancos comerciais nacionais – inicialmente com o propósito de impulsionar a participação global dos bancos, depois como medida de ajuda (caso Hanbo) – e do total de 30 bilhões das reservas internacionais coreanas, apenas 6 bilhões estavam disponíveis para uso<sup>1</sup>.

A piora na percepção do risco asiático pôde ser notada no *spread* sobre os títulos do Tesouro Americano e dos títulos soberanos daqueles países. Os títulos coreanos em dezembro de 1997 apresentaram *spread* de 890 basis points, contra 106 em julho do mesmo ano, enquanto os bônus da Tailândia apresentaram *spread* de 555 basis points contra 100 de julho (Reuters, Bloomberg).

A crise asiática de 1997 assumiu características de uma crise financeira clássica, resultante da iliquidez (insolvência) do sistema financeiro, tal qual se observou no Chile em 1982 e no México em 1994. Chang e Velasco (1998) analisam os elementos de uma crise neste molde:

- (i) a restrição de liquidez internacional, resultante do colapso do sistema financeiro, é o principal determinante da crise. O ponto aqui é o descasamento entre receitas (ativos) e despesas (passivos): um sistema financeiro pode ser considerado em insolvência externa se o montante de suas dívidas em moeda estrangeira exceder o total de ativos em moeda estrangeira líquido no curto prazo;
- (ii) a insolvência do sistema financeiro normalmente tem origem na liberalização financeira, que acentua o descasamento de prazos entre ativos e passivos. Além disso, o fluxo de capitais, resultante da abertura da conta capital e do diferencial

---

<sup>1</sup> Hanbo Steel era um antigo *chaebol* que teve sua falência decretada em janeiro de 1997, face

de taxa de juros, torna disponível uma grande quantidade de recursos, que ingressam no país intermediados pelo sistema bancário, intensificando o descasamento. Em momentos de pânico e fuga de capitais, o sistema bancário fica sujeito a crises auto alimentadas (*self-fulfilling crisis*);

(iii) má gestão política, no sentido direto de incorrer em elevados déficits fiscais, financiados via emissão de moeda, não ocorreu no Chile em 1982, México em 1994 ou Ásia em 1997. No entanto, o custo dos programas de saneamento do setor financeiro (resultante da falta de controle e regulamentação) exhibe aquilo que se convencionou chamar de *hidden fiscal deficit*.

(iv) o colapso do regime de taxa de câmbio fixa é resultado da incompatibilidade de sanear o sistema financeiro e manter a paridade do câmbio. Para sanear os bancos, o Banco Central tem que adotar política monetária expansionista (taxas de juros altas teriam impacto negativo sobre o balanço dos bancos) ou adotar papel de *lender-of-last-resort*. Em ambos os casos, agentes privados usaram moeda local para comprar reservas, causando um eventual colapso da paridade do câmbio.

A semelhança entre os casos asiático de 1997 e latino-americano de 1982 e 1994 se torna evidente quando se analisa o descasamento das dívidas de curto prazo em moeda estrangeira. Isso os tornava extremamente expostos a uma reversão no fluxo de capitais, o que no caso asiático ocorreu no segundo semestre de 1997. A insolvência resultou em falência, moratória e colapso no preço dos ativos, que iniciou um *self reinforcing process*.

A fragilidade do sistema bancário asiático tem origem em políticas microeconômicas impróprias, que haviam sido adotadas nas décadas de 1970 e

---

dívidas de 6 bilhões de dólares.

1980. A liberalização financeira na Ásia resultou na deterioração dos balanços dos bancos - intermediários no processo de empréstimos em moeda estrangeira, algo semelhante com o que fora observado no Chile em 1982 e no México em 1994. Com a abertura da conta capital, empresas que no passado se viam privadas do acesso aos capitais internacionais, apresentaram níveis de empréstimo maiores do que aquele que poderia ser considerado o equilíbrio de longo prazo (*overshooting* de empréstimos). Estes empréstimos, principalmente no período que antecedeu a crise, apresentavam vencimento no curto prazo. Argumentava-se que o custo dos empréstimos no exterior era muito inferior aos empréstimos em moeda local. De fato, o diferencial de taxas de juros, principalmente nos países da América Latina, justificaria que se tomasse empréstimo em moeda estrangeira. Ocorre, contudo, que o custo do hedge cambial muitas vezes não figura nos cálculos, implicando em maior exposição de bancos e empresas a uma desvalorização.

### **Aspectos macroeconômicos no sudeste asiático**

A monetização do déficit fiscal foi criticada por Krugman (1979) como sendo responsável pela erosão das reservas e eventual colapso do sistema de câmbio fixo. Este modelo pôde ser observado em crises nos mercados emergentes nas décadas de 1970 e 1980 – México em 1976, Argentina, Brasil, Peru e México no início dos 1980's – caracterizadas pela irresponsabilidade fiscal dos governos locais.

Os países asiáticos, ao contrário, apresentavam razoável equilíbrio fiscal (tabela 2), muito semelhante ao Chile em 1982 e ao México em 1994. A dívida pública como proporção do PIB era muito baixa (tabela 3) se comparada aos países da OECD e a outras economias emergentes; o crescimento do meio

circulante foi mantido sobre controle, garantindo taxas de inflação baixas. As reservas internacionais se apresentaram estáveis ou com ligeiro crescimento (tabela 4). A situação nestes países não caracterizava o cenário descrito por Krugman em seu modelo de 1979 ('crises de primeira geração'). Cabe notar, contudo, que a fragilidade do sistema financeiro nestes países foi responsável pelo surgimento do *hidden fiscal deficit*, que analisaremos em seguida.

Outro fator considerado determinante de crises cambiais é a combinação de estagnação do produto e crescimento das taxas de desemprego – caso observado no ataque a libra esterlina em 1992 e na crise mexicana de 1994. Argumenta-se que esta combinação prejudica a credibilidade do câmbio fixo (onde o governo se vê impedido de fazer uso de taxas de juros para controlar a paridade), sob risco de uma eventual correção via desvalorização. As economias asiáticas, no entanto, apresentaram, ao longo dos 1990's, elevadas taxas de crescimento, tal como no Chile entre 1977 e 1981. Podemos observar (tabela 2) que os países asiáticos apresentaram elevadas taxas de poupança e investimento – o nível de investimento é superior a poupança, indicando poupança externa via déficit em conta corrente. Apesar de não haver sustentação teórica indicando que desequilíbrios em conta corrente levem a crises cambiais, em seqüência ao episódio mexicano de 1994, investidores privados e governos de países desenvolvidos adotaram como regra de bolso que um déficit em conta corrente de 5% do PIB seria fator determinante de crises cambiais. Estudos econométricos – Frankel e Rose (1996); Sachs, Tornell e Velasco (1996) – não provaram a consistência da regra de bolso em 5% de déficit em conta corrente/PIB.

Argumenta-se (Radelet e Sachs, 1998) que os déficits em conta corrente apresentados pelos países asiáticos constituíam um problema na medida em que

eles foram causados pela perda na competitividade, consistente como o comportamento das taxas de câmbio real – a maioria dos países apresentou apreciação real em relação a 1990 (tabela 5). A tendência de apreciação se acentuou em 1995, quando foi observado apreciação do dólar face o iene. Frankel e Rose (1996) e Sachs, Tornell e Velasco (1996) concluíram que a apreciação real é um bom previsor de crises cambiais.

Ao analisarmos a apreciação real nos países asiáticos, algumas considerações devem ser feitas: (i) não houve homogeneidade entre os países, com a Coreia do Sul apresentando desvalorização real de 13% e as Filipinas apreciação real de 16% (tomando a média de 1990 como base); (ii) é razoável esperar que uma economia em rápido crescimento apresentasse equilíbrio apesar da apreciação real (Balassa-Samuelson)<sup>2</sup>; (iii) o nível de apreciação real apresentada por alguns países asiáticos não era tão expressivo se comparado a dos países latino americanos, ou se tomarmos como base 1988/1989 no lugar de 1990. Isso sugere que o grau de apreciação real das economias asiáticas não constituía condição suficiente para iniciar uma crise.

A crise asiática apresentou efeitos demasiado severos para que possam ser explicados apenas pela deterioração dos agregados. Sachs e Radelet (1998) estimaram que as saídas de capital na segunda metade de 1997 foram de 34 bilhões de dólares, ou equivalentemente 3.6% do PIB; o mercado de câmbio apresentou redução de 25% em relação ao nível de meados de 1997. Procuraremos entender os impactos da crise através da análise da precariedade do sistema financeiro.

---

<sup>2</sup> Chinn (1998), através de um modelo de determinação de taxa de cambio real, argumenta que, uma vez corrigidas alterações estruturais, o desequilíbrio tem impacto limitado, sendo inferior aquele suposto pela taxa de apreciação real.

## **A crise asiática e o colapso do sistema financeiro : Coréia do Sul e Tailândia**

A fragilidade do sistema financeiro nos países do sudeste asiático foi a principal responsável pela dimensão que a crise de 1997 assumiu.<sup>3</sup> Na Coréia do Sul, 14 de um total de 30 bancos comerciais foram liquidados; na Tailândia, instituições não bancárias (conhecidas como financeiras) também entraram em situação falimentar, com 58 de um total de 91 tendo suas operações suspensas para futura liquidação. Na Coréia e Tailândia, a moratória da dívida pôde ser evitada em razão de um programa de emergência organizado pelo Fundo Monetário Internacional.

O colapso no sistema financeiro estava relacionado com a queda brusca no preço dos ativos. O número maior de empréstimos não liquidados e perdas de capital oriundas da desvalorização tiveram impacto negativo sobre o capital dos bancos nestes países, intensificando a venda de ativos. O ciclo de queda no preço dos ativos reduziu ainda mais o capital dos bancos (principalmente na Coréia do Sul)<sup>4</sup>.

Diversas teorias foram propostas para explicar a crise asiática, com ênfase em aspectos de finanças. Chang e Velasco (1998) argumentam que a teoria e a evidência apontam para vulnerabilidade em virtude da *iliquidez internacional* como fator detonador da crise de 1997.

---

<sup>3</sup> Um relatório da Goldman Sachs de dezembro de 1997 classificou as economias de região no que tange a fragilidade do sistema financeiro. Foi criado um índice que levava em consideração 12 fatores – rápido crescimento de crédito contra o produto, alto nível de endividamento em moeda estrangeira, liberalização desestabilizadora do sistema financeiro – em uma escala de 1 a 24, o último representando maior fragilidade do sistema. A Coréia do Sul recebeu 22 pontos enquanto a Indonésia recebeu 20 pontos.

<sup>4</sup> Obstfeld (1995).

O conceito de iliquidez internacional diz respeito ao descasamento entre ativo e passivo denominados em moeda estrangeira. Chang e Velasco (1998) definiram que o sistema financeiro de um país pode ser dito em iliquidez internacional quando as obrigações de curto prazo em moeda estrangeira excederem a quantidade de moeda estrangeira que pode ser utilizada. Argumentam, ainda, que a iliquidez internacional é condição necessária e suficiente para um colapso financeiro ou crise no balanço de pagamentos<sup>5</sup>.

Na definição de sistema financeiro proposta por Chang e Velasco (1998) estão incluídos bancos locais bem como instituições autorizadas para exercer atividades relacionadas ao setor bancário (financeiras da Tailândia, por exemplo). Notam, contudo, que como os governos na Ásia atuavam como *lender of last resort* para instituições privadas, o banco central também deveria constar do grupo denominado sistema financeiro. No caso de uma crise que afetasse instituições financeiras privadas, o banco central seria forçado a assumir as perdas. Portanto, a liquidez internacional poderia melhor se definir como os ativos de curto prazo em moeda estrangeira e as reservas internacionais que o banco central tem disponível para salva-guardar o sistema financeiro na eventualidade de uma crise. Devem ser incluídos, também, linhas de crédito externo de curto prazo e o valor de liquidação de ativos fixos. Chang e Velasco (1998) fazem uso do total de reservas internacionais como uma *proxy* para a liquidez internacional (em virtude do custo da obtenção de dados confiáveis).

Para que possamos determinar a existência de iliquidez internacional, é necessário que se estabeleça o passivo internacional (*international liabilities*) do sistema financeiro, onde estão incluídos dívida externa de curto prazo, bem como

---

<sup>5</sup> Ver Chang e Velasco (1998a e b) para descrição detalhada do modelo.

depósitos denominados em moeda estrangeira. Chang e Velasco (1998) argumentam que nesta rúbrica devem estar incluídos depósitos denominados em moeda local quando da adoção de um regime de paridade no câmbio.

A evidência asiática sugere que a iliquidez internacional do sistema financeiro teve início antes da crise. Dados do Bank for International Settlements<sup>6</sup> (tabela 6)<sup>7</sup> descrevem o comportamento dos empréstimos de curto prazo de bancos estrangeiros sobre as reservas internacionais – quanto maior a proporção maior o risco de iliquidez internacional. Podemos observar um crescimento da razão nos casos sul coreano e tailandês no período 1990-1994 e 1995-1997. Cabe notar, também, ao final de 1996, a razão nestes países encontrava-se acima da unidade, ou equivalentemente, a dívida externa de curto prazo era maior do que as reservas internacionais. Isso permite concluir que, no evento de um esgotamento dos empréstimos e rolagens para estes países, não haveria recursos suficientes para saldar as obrigações de curto prazo, implicando em iliquidez internacional.

A dívida externa de curto prazo apresentava crescimento maior do que os ativos internacionais líquidos. Com isso, os países do sudeste asiático, em 1997, estavam em posição que a perda da confiança do investidor e o esgotamento do fluxo de capitais para estes países daria início a uma crise de iliquidez internacional, como foi observado a partir de julho daquele ano.

A análise do comportamento dos depósitos domésticos (M2) sobre as reservas (tabela 7), permite conclusão semelhante. A razão M2/reservas em níveis elevados

---

<sup>6</sup> Corsetti, Pesenti e Roubini (1998) argumentam que os dados de dívida externa de curto prazo publicados pelo BIS apresentam maior acurácia. Observa-se, contudo, que os dados do BIS restringem-se ao endividamento dos residentes contra bancos estrangeiros.

<sup>7</sup> Cabe notar que no caso da Tailândia, a redução do percentual de empréstimos estrangeiros para bancos locais resulta do aumento da importância das financeiras no setor bancário. Tais instituições são denominadas pelo IFS sob a rúbrica “outras instituições bancárias” (página 679, IFS, janeiro de 1998). A importância das financeiras no caso tailandês é ainda mais importante

é consistente com a hipótese de iliquidez internacional. A tendência apresentada pelos países do sudeste asiático – crescimento e equilíbrio em níveis elevados se comparados aos países latino americanos (ao final de 1996 a Coreia do Sul apresentava a razão em 6.51, contra 3.4 no Brasil e 1.95 no Chile)<sup>8</sup> – pode ser entendida como uma *proxy* da razão passivos/ativos externos de curto prazo, fortalecendo hipóteses da existência de iliquidez internacional no momento da crise – principalmente se for observada a explosão da razão em 1997. Sob o argumento de Chang e Velasco (1998) de que sob o regime de taxas de câmbio fixo os depósitos domésticos (M2) devem ser contabilizados como obrigações em moeda estrangeira, uma corrida a depósitos domésticos levaria ou a falência do sistema financeiro ou ao abandono do sistema de paridade cambial.

Ao final dos 1980's e início dos 1990's, os governos da Coreia e Tailândia adotaram reformas de liberalização do sistema financeiro, com o objetivos de criar um mercado de capitais livre. Contribuíram medidas como a desregulamentação das taxas de juros e redução de margens de operação dos bancos. Na Coreia do Sul, as margens de operação foram reduzidas de 30% em 1990 para 7% em 1996. Além disso, os governos assumiram postura de estimular a competição e a entrada de firmas no setor financeiro, com restrições a atividades de bancos estrangeiros na Coreia e Tailândia reduzidas em 1991 e 1993, respectivamente<sup>9</sup>.

Chang e Velasco argumentam que a liberalização do setor teve impacto sobre a liquidez internacional. A redução no percentual exigido como margem permitiu que os bancos operassem com menor liquidez. E, apesar do benefício que a

---

uma vez que o Banco da Tailândia tinha compromisso de atuar como lender of last resort na eventualidade de um colapso de tais instituições (Corsetti et al (1998), seção 3.2).

<sup>8</sup> A excessão da Tailândia, onde as financeiras emitiam notas promissórias, não captadas pela rubrica M2.

<sup>9</sup> Ver Asian Development Bank (1998) para informações e discussões sobre a liberalização do sistema financeiro na Ásia.

liberalização trouxe no que tange a eficiência do setor, devemos notar que tornou o sistema financeiro mais exposto a uma corrida bancária. Isto é claramente demonstrado em Chang e Velasco (1998b): um incremento na competição tipicamente resulta em maiores taxas de remuneração sobre aplicações oferecidas para o público, o que resulta no aumento das obrigações de curto prazo, sem que haja contrapartida na remuneração dos ativos do setor bancário.<sup>10</sup>

É interessante notar, no caso asiático, o aumento dos empréstimos de bancos estrangeiros para aqueles países. Observou-se um rápido crescimento, principalmente de empréstimos de curto prazo, que teve impacto decisivo na composição do endividamento e levou a situação de iliquidez internacional. Dados do BIS apontam para empréstimos de bancos estrangeiros de 150 bilhões de dólares em 1990 e de 390 bilhões de dólares em 1997, enquanto os empréstimos para a América Latina apresentaram crescimento mais modesto, passando de 180 bilhões de dólares para 250 bilhões de dólares no mesmo período. Os dados do BIS também evidenciam o perfil do endividamento daqueles países, onde, em junho de 1997, as obrigações externas de curto prazo eram de 67.85% na Coreia do Sul e de 65.68% na Tailândia.

Alguns fatores são responsáveis pelo crescimento das obrigações externas destes países, mais notadamente as obrigações de curto prazo: (i) a liberalização financeira reduziu restrições sobre entrada de capitais; e (ii) fundamentos

---

<sup>10</sup> Este argumento pode ser complementado por Demirguc-Kent e Detragiache (1998). A contribuição da liberalização para a eclosão da crise asiática pode ser interpretada em Caprio e Summers (1993) e Hellman, Murdock e Stiglitz (1994), onde se argumenta que a liberalização reduziu o *franchise value*, induzindo os bancos a incorrer em maior risco. Não há evidência clara, contudo, que sustente que o argumento da redução do *franchise value* é forte o suficiente para explicar a crise asiática.

econômicos implicam que aumentos no influxo de capitais estão associados a maior nível de endividamento de curto prazo<sup>11</sup>.

Cumpra notar, também, que fatores não convencionais tiveram papel determinante para a gestação da crise asiática. Argumentamos que o papel dos intermediários financeiros (substanciados em garantias implícitas dos governos locais) na crise asiática foi crítico na determinação do grau de risco e de endividamento de curto prazo incorridos pelo sistema financeiro, que levou a iliquidez internacional, submetendo as economias desta região aos humores do mercado<sup>12</sup>.

A teoria convencional oferece duas explicações para crises cambiais. Modelos de primeira geração assumem que governos que financiam déficits públicos via emissão de moeda têm disponível um estoque limitado de reservas para garantir o regime de câmbio fixo; esta política é insustentável, e sujeita a ataques especulativos quando da percepção da insustentabilidade da paridade cambial (geralmente associada a redução no nível das reservas)<sup>13</sup>. Em modelos de segunda geração, o governo decide defender a paridade do câmbio pela troca entre flexibilidade de curto prazo e credibilidade de longo prazo; para garantir a taxa de câmbio fixa, faz-se uso de taxas reais de juros elevadas, aumentando o custo de defesa da paridade<sup>14</sup>. A crise resulta da antecipação pelos agentes de uma piora no futuro, ou através de um *self-fulfilling process*.

A crise asiática não apresentou claramente sintomas que sustentassem a formação de crise de primeira geração (os países apresentavam relativo equilíbrio fiscal, e não faziam uso de política monetária para se financiar), nem aqueles

---

<sup>11</sup> Chang e Velasco (1998a, b).

<sup>12</sup> Krugman (1998).

<sup>13</sup> Krugman (1979); Flood e Garber (1984).

relacionados a crises de segunda geração (abandono da paridade para gerar incentivo a exportação e combater o desemprego)<sup>15</sup>.

O intermediário financeiro foi determinante na gestação da crise asiática. Na Tailândia, como já observado anteriormente, as financeiras assumiam obrigações externas de curto prazo e emprestavam para empresas locais, muitas vezes para especulação imobiliária. Na Coreia do Sul, o mesmo pôde ser observado, com bancos comerciais se financiando no exterior e emprestando para empresas locais com alto grau de alavancagem, usualmente para o fim especulativo. Este processo não apenas aumentou o nível de endividamento dos bancos no exterior, das empresas (aumentando o número de empréstimos não pagos – *non-performing loans*) como também financiou um *overshooting* no preços dos ativos – principalmente imobiliários e mercado de ações.

Isto sugere que a crise asiática teve sua origem no excesso financeiro, que se seguiu do colapso financeiro. Credores externos emprestavam para bancos asiáticos assumindo a garantia implícita dos governos locais de defender o passivo do sistema bancário (*moral hazard*<sup>16</sup>). Os bancos emprestavam para empresas que utilizavam os recursos para especulação, ou utilizavam eles próprios os recursos no mercado de ações e imobiliário. O excesso de empréstimo criou inflação no mercado bursátil e no preço dos imóveis, criando a sensação de que o balanço de bancos e empresas era mais saudável do que de fato. Quando a crise eclodiu, o mecanismo funcionou de maneira inversa. O esgotamento dos empréstimos externos (novos empréstimos e rolagem de empréstimos antigos)

---

<sup>14</sup> Obstfeld (1994, 1995).

<sup>15</sup> Podemos argumentar que as garantias implícitas e a situação precária do sistema bancário no momento da eclosão da crise constituíam um *hidden fiscal deficit*. Ocorre, contudo, que uma crise de primeira geração implicaria em déficit fiscal aparente. A situação dos bancos só se tornou evidente depois da eclosão da crise.

forçou a liquidação de ativos sobrevalorizados, levando a perda brusca no valor destes ativos, tornando a insolvência (ilíquidez internacional) ainda mais aparente, com impactos sobre os investidores externos (aumento das saídas de capital) e locais (corrida bancária), caracterizando um modelo de *self fulfilling crisis*.

O *moral hazard* na Ásia, apesar de não haver garantias explícitas dos governos locais, foi claramente sustentado pela evidência na Tailândia e Coréia do Sul<sup>17</sup>. No primeiro as obrigações das financeiras foram efetivamente honradas pelo governo, enquanto que na Coréia, as dívidas dos bancos comerciais foram nacionalizadas (socialização de perdas). Em resumo, os intermediários financeiros na Ásia tomavam empréstimo a baixas taxas de juros (notando que não está contabilizado o custo do *hedge* cambial, que encareceria sobre maneira os empréstimos no exterior) e emprestavam para empresas locais com um prêmio elevado para financiar especulação com imóveis e ações. Krugman (1998) argumenta, ainda, que sob *moral hazard*, os agentes não apenas estão mais dispostos a investimentos de risco, mas em aceitar investimentos com retorno esperado baixo, desde que eles possuam *fat right tail* (ou equivalentemente, assumindo que em situação adversa sua perda esperada será zero).

No caso asiático, cumpre notar que, além daquilo que podemos chamar de *moral hazard* interno (derivado da garantia implícita dos governos locais), teve papel determinante aquilo que chamaremos de *moral hazard* externo. Argumenta-se que a ajuda do FMI e do Tesouro Americano ao México em 1995 representou a garantia implícita do Fundo de resgatar países em dificuldades, criando incentivo adicional a políticas irresponsáveis e a redução de restrições ao sistema financeiro.

---

<sup>16</sup> Agentes assumem comportamentos arriscados quando existe uma garantia (explícita ou não); implica que os agentes são movidos a incentivos.

<sup>17</sup> Milgrom e Roberts (1992, 470-476)

O argumento segue, afirmando que a política do FMI incentiva o surgimento de novas crises financeiras dado que investidores e intermediários possuem mais incentivo para incorrer em investimentos de risco, mesmo que com menor retorno esperado<sup>18</sup>.

Sistemas financeiro sob iliquidez internacional estão expostos a fatores exógenos, como o comportamento de credores e correntistas. Neste ponto, a redução da confiança dos investidores é suficiente para iniciar uma crise financeira. E, no evento do governo intervir para salvaguardar o sistema, há risco de esgotamento das reservas internacionais – uma vez que nestas crise há excesso de demanda por moeda estrangeira.

Coréia do Sul e Tailândia encontravam-se em situação extrema de iliquidez internacional, permitindo que uma mudança no humor do mercado engatilhasse uma crise cambial. A evidência aponta para uma reversão dos fluxos de curto prazo nestes países na segunda metade de 1997. Radelet e Sachs (1998) concluíram que as saídas de capitais no período foram 34 bilhões de dólares, ou equivalentemente 3.6% do PIB. Chang e Velasco (1998b) argumentam ainda, que dada a dimensão da crise, a reversão dos fluxos externos foi combinada com corrida bancária; no caso asiático, a reversão dos fluxos e a corrida bancária tem efeitos semelhantes, atuando como um *self reinforcing process*. Os efeitos sobre Coréia e Tailândia foram devastadores, com o primeiro beirando a moratória em dezembro de 1997<sup>19</sup>.

Os países asiáticos apresentaram deterioração em performances macroeconômicas durante os 1990's; observa-se, contudo, que não houve um

---

<sup>18</sup> Barro em “The IMF doesn’t put out fires, it starts them” Business Week Economic Viewpoint - 7 de dezembro de 1998.

<sup>19</sup> Corsetti, Pesenti e Roubini (1998).

padrão nos agregados que determinasse instabilidade tal qual se observou na América Latina nos 1980's. Estudos realizados não conseguiram detectar um padrão de comportamento das variáveis macroeconômicas suficiente para prever a crise.<sup>20</sup>

Modelos recentes mostram que há uma combinação de fundamentos (entre eles, endividamento, apreciação real da moeda e desemprego), que sozinhos não são suficientes para iniciar a crise, mas que combinados com contágio ou reversão brusca do humor do mercado podem dar origem à crise<sup>21</sup>. Sachs e Radelet (1998) argumentam com base em diversas observações que a crise foi amplamente não antecipada. Primeiro, os spreads nas taxas de juros não aumentaram no momento de sua gestação. Segundo, os fluxos de capitais mantiveram níveis elevados ainda durante a primeira metade de 1997. Terceiro, nem as agências de rating nem relatórios do Fundo apresentaram mudança de expectativas ou opinião que previsse a eclosão de uma crise. As duas observações iniciais parecem mais relevantes (uma vez que as agências de rating não apresentam nível de acerto significativo em suas previsões e o FMI é comedido em suas aparições públicas), e semelhantes ao que se observou no Chile em 1982 e no México em 1994.

Kaminsky e Reinhart (1996) demonstram que de 26 crises financeiras analisadas, 18 foram precedidas por reformas de liberalização financeira em um intervalo de cinco anos; demonstram, também, que 71% das crises de balanço de pagamentos e 67% das crises do setor bancário são originadas da liberalização financeira. A experiência do Chile em 1982, México em 1994 e Sudeste Asiático em 1997 comprovam o estudo. A liberalização financeira, representada pela desregulamentação das taxas de juros, redução das margens de garantia, incentivo

---

<sup>20</sup> Frankel e Rose (1996); Kaminsky e Reinhart (1996); Sachs, Tornell e Velasco (1996).

a concorrência, é fundamental para a constituição de um mercado de capitais sólido, fator determinante para o desenvolvimento da economia. Por outro lado, a liberalização pode reduzir a liquidez do sistema financeiro, criando condição para a gestação de uma crise cambial.

A prescrição do FMI para crises financeira de liquidação e intervenção em bancos com problemas é duramente criticada - Sachs argumenta que as medidas impostas pelo Fundo levam a redução desnecessária do crédito e induzem a corridas a bancos saudáveis. Em momentos de crises, o número de *non-performing loans* aumenta consideravelmente, o que combinado com esgotamento de empréstimos externos e corrida bancária da origem a um *self-reinforcing process*. Não há estudos que comprovem a relação de causalidade entre crises e não pagamento de empréstimos. Podemos argumentar, contudo, que o elevado nível de endividamento do setor bancário, o aumento dos empréstimos para empresas locais, em grande parte sustentados pela garantia implícita dos governos asiáticos e pela experiência mexicana de 1994, constituem fatores determinantes para a crise do sistema financeiro no Sudeste Asiático. Desta forma, a insolvência dos bancos deve ser combatida com injeção de liquidez (preferencialmente via recapitalização), intervenção do banco central e criação de limites operacionais que garantam maior liquidez e reduzam da margem de risco<sup>22</sup>. Chang e Velasco (1998) argumentam, contudo, que a combinação de redução de crédito, aumento dos juros reais e da desvalorização real pode aumentar o número de *non-performing loans*, tornando ainda mais grave a crise bancária.

A combinação de um regime de taxas de câmbio fixa e iliquidez internacional do sistema financeiro pode ser letal. Se o banco central se comprometer a não

---

<sup>21</sup> Obstfeld (1994); Cole e Kehoe (1996); Velasco (1997).

exercer o papel de *lender of last resort*, há indução a corrida bancária; se o banco central atuar como *lender of last resort*, elimina-se a corrida aos bancos ao custo de excesso de demanda por moeda estrangeira. Portanto, uma crise se torna inevitável quando a percepção dos investidores se torna negativa. Quando o banco central determina atuar como *lender of last resort*, a adoção de um regime de taxa flutuante pode evitar que haja crise auto alimentada. Nestes casos, a corrida bancária deixa de ser a melhor resposta para a crise, e expectativas pessimistas não são auto alimentadas.

### **Programa de Ajuda do Fundo Monetário Internacional**

A crise asiática eclodiu na segunda metade de 1997, pondo fim em décadas de excelente performance econômica dos países da região. Os determinantes da crise não foram desequilíbrios macroeconômicos, supostos em crises cambiais de primeira ou segunda geração. A crise teve origem na fragilidade e vulnerabilidade do sistema financeiro, resultante da percepção de garantias implícitas por parte dos governos locais, que induziu bancos e empresas a assumir investimentos de extremo risco (em sua maioria especulação imobiliária e bursátil), induzindo o sistema à iliquidez internacional.

A crise propriamente dita teve início com o ataque especulativo ao baht tailandês em julho de 1997, seguido do contágio para os demais países da região, com intensidade variando de acordo com o grau de exposição do sistema financeiro. O FMI organizou planos emergenciais (tabela 8) com o objetivo de restaurar a confiança dos mercados e impedir que a crise comprometesse o sistema monetário internacional (principalmente com a possibilidade de um *default* da

---

<sup>22</sup> Mendonça de Barros, Loyola e Bogdanski in “Reestruturação do sistema financeiro”.

Coréia do Sul, a 11ª economia mundial). O programa do Fundo tinha como base política monetária restritiva, injeção de liquidez no sistema financeiro e liquidação de bancos insolventes, reformas estruturais que viabilizassem maior participação do setor privado na economia e trouxessem maior transparência para os governos locais.

O FMI é duramente criticado pela sua política de resgate a países em dificuldade (como argumentado anteriormente), pois acredita-se que os programas de ajuda do Fundo têm por resultado incentivar novas crises financeiras. Passaremos a analisar os programas de ajuda organizados pelo FMI no caso da Tailândia e da Coréia do Sul.

Tailândia: A crise financeira na Tailândia teve início com o ataque especulativo ao baht em 2 de julho de 1997, seguido de desvalorização gradual da moeda e reversão de expectativas dos investidores. Em 20 de agosto de 1997, o Comitê Executivo do Fundo aprovou liberação de 2.9 bilhões em Direitos Especiais de Saque (SDR), o equivalente a 4 bilhões de dólares (ou 505% da quota da Tailândia) por um período de 34 meses. O programa inicial acordado para liberação dos recursos incluía: (i) reestruturação do setor financeiro - intervenção, liquidação de 56 financeiras, recapitalização do setor bancário; (ii) medidas fiscais equivalentes a 3% do PIB, com o objetivo de viabilizar um superávit fiscal de 1% do PIB em 1997/1998; (iii) adoção de um regime de câmbio flutuante sujo do baht; e (iv) iniciativas para aumentar a eficiência da economia, principalmente a participação do setor privado no produto.

Em virtude da depreciação real do baht ter superado as expectativas do FMI e do governo tailandês, uma nova carta de intenções determinou em Novembro de

1997: (i) medidas adicionais para garantir o superávit de 1% do PIB; e (ii) o aumento da recapitalização do sistema financeiro.

O programa foi revisto mais quatro vezes, com o objetivo de readequar as reformas com o ajuste da economia tailandesa. A última alteração foi realizada em 1º de dezembro de 1998, com o objetivo de facilitar a recuperação da economia.

Coréia do Sul: A reversão do fluxo de investimentos externos na segunda metade de 1997 quase pôs fim as reservas coreanas, o que forçaria a moratória da dívida. Em 4 de dezembro de 1997 o Comitê Executivo do FMI aprovou a liberação de 15.5 bilhões em Direitos Especiais de Saque, ou equivalentemente 21 bilhões de dólares (1,939% da quota da Coréia do Sul) por um período de três anos. O programa inicial assumia: (i) reforma extensa do setor financeiro, incluindo aumento da supervisão bancária, independência do banco central, liquidação de instituições insolventes, recapitalização do sistema; (ii) medidas fiscais equivalentes a 2% do PIB; (iii) esforços para eliminar relações não eficientes entre o governo e o setor privado (*crony capitalism*); (iv) liberalização comercial para eliminar subsídios e incentivar a diversificação das importações; (v) liberalização da conta capital, com o objetivo de criar um mercado de capitais e liberalizar os investimentos diretos; (vi) reforma das leis de trabalho; e (vii) maior transparência na publicação de dados oficiais e agregados macroeconômicos.

O programa sofreu seis alterações, a última tendo ocorrido em 13 de novembro de 1998, quando foram anunciadas as seguintes medidas: (i) início do programa de privatização; (ii) incentivo ao consumo interno; (iii) melhora do sistema previdenciário, com ampliação de benefícios; e (iv) concentração do estímulo fiscal na primeira metade de 1999 para garantir retomada mais rápida do crescimento.

Coréia do Sul e Tailândia se encontram no processo de superação da crise, e alguns resultados já podem ser observados. As taxas de câmbio apresentam melhora considerável, depois de ter atingido valores mínimos na primeira parte de 1998. Os juros em ambos os países já se encontram no mesmo nível pré-crise, o que tem incentivado a retomada do crescimento. As reformas estruturais também apresentam avanços significativos, permitindo um maior equilíbrio macroeconômico.

## Capítulo II – a crise chilena (1982)

Em meados da década de 1970, em seguida ao golpe militar que substituiu o populista Salvador Allende, o governo do general Pinochet pôs em ação um programa de estabilização da economia chilena. Com o objetivo de controlar e eventualmente reduzir a inflação (340.7% em 1975 – Banco Central do Chile), o governo chileno iniciou um processo de abertura da economia, aliado a um modelo de reformas semelhante àquilo que viria a ser conhecido no fim da década de 80 como Consenso de Washington<sup>23</sup>.

Com a abertura da conta capital na primeira metade de 1979, os capitais estrangeiros foram atraídos pela sensação de melhora da economia, resultante do modelo de estabilização adotado. A introdução de um regime de taxas de câmbio fixas naquele mesmo ano, aliado ao grande influxo de capitais, promoveu a apreciação real do peso, impactando na redução dos preços relativos de *tradables* e *non-tradables*.

Observou-se, em seguida, aumento no déficit em transações correntes para níveis extremamente elevados (7,8% do PIB em 1980 – Banco Central do Chile). Com isso, a percepção dos investidores estrangeiros do risco Chile foi modificado sob três aspectos: (i) elevados déficits criam dependência extrema de financiamento via capital externo (FDI – Foreign Direct Investment, FPEI – Foreign Portfolio Equity Investment, ou Renda Fixa); (ii) com a mudança de padrão de consumo, as projeções de crescimento futuro do PIB se reduziram, tornando investimentos no Chile menos atrativos; e (iii) o aumento de consumo no

---

<sup>23</sup> O conceito “Consenso de Washington” caracteriza um conjunto de reformas consideradas necessários pelos países desenvolvidos como parte do processo de reestruturação dos mercados

curto prazo implica na redução da poupança interna e no processo de desindustrialização, que diminuiu as expectativas sobre crescimento futuro.

Ao analisarmos o caso chileno, será possível perceber que o fator responsável pela apreciação real do câmbio não foi o regime de taxas de câmbio fixas instituído em 1979, mas o fato do governo ter permitido que o capital estrangeiro entrasse no país de forma tão expressiva e em tão pouco tempo.

### **O efeito do Dutch Disease no Chile (1977-1983)<sup>24</sup>**

O programa de liberalização da economia iniciado no Chile pelo governo Pinochet transformou uma economia semi-isolada do resto do mundo, caracterizada pela forte intervenção do estado, em uma economia guiada pelo mercado e com elevado grau de abertura comercial. Em consonância com as reformas, foi implementado um programa de estabilização que objetivava a redução da elevada taxa de inflação herdada do governo anterior.

As políticas adotadas envolviam ´regras de bolso´ recomendadas por diversos economistas, e que depois viriam a compor o chamado Consenso de Washington. Dentre as mais importantes medidas, destacam-se: abertura comercial; abertura parcial da conta capital; redução de taxas de juros e desenvolvimento de um mercado de capitais local; reforma tributária, com substituição de impostos em cascata pelo imposto sobre valor adicionado; reforma do setor previdenciário; e maior participação do setor privado no produto e nas decisões econômicas.

O rápido processo de abertura da economia chilena e a percepção de melhora (em virtude dos programas de liberalização e estabilização) imputaram um fluxo

---

emergentes, e foi cunhada por John Williamson do Institute for International Economics no final da década de 1980.

de capitais de proporções jamais experimentadas por aquele país. Imprimiu, ainda, sobre o peso, uma apreciação real de 29.5% no período de dezembro de 1978 a dezembro de 1981 (Banco Central do Chile). E, a apreciação real da divisa chilena, é fator central no processo que originou a crise de 1982. Diversos fatores contribuíram para a apreciação real do peso, que passamos a analisar.

Em junho de 1979, o governo chileno adotou o regime de taxas fixas de câmbio. Modelos desta natureza, conhecidos como *exchange-rate target*, tem como objetivo reduzir a inflação ao atrelar-se a moeda local ao dólar ou a outra moeda forte. O diferencial entre a inflação local e a inflação externa permanece durante algum tempo em virtude do resíduo inflacionário, aumentando a apreciação real. No caso chileno, o processo de convergência dos índices de inflação ao nível da inflação norte-americana pois os salários eram 100% indexados, recompondo em sua totalidade as perdas inflacionárias eventualmente sofridas (tablita).

Os fluxos de capitais externos eram controlados até meados de 1979, apesar da reforma no mercado doméstico de capitais em 1975. Em junho de 1979, teve início o processo de liberalização da conta capital, com o fim de restrições a investimentos de médio e longo prazo, seguido do fim do limite máximo de entrada de recursos por mês, em abril de 1980.

Apesar das restrições a capitais de curto prazo terem permanecido até meados de 1982, o fluxo de capitais apresentou aumentos significativos até 1981 (tabela12). Boa parte deste fluxo observado entre 1979 e 1981 resulta do endividamento de empresas privadas sem garantias do governo e a taxas de juros flutuantes.

---

<sup>24</sup> Ver 'Cascade of Crashes' e 'The Tulipomania'

O fluxo maciço de capitais pode ser considerado o principal responsável pela apreciação real do peso. Na realidade, a absorção destes recursos externos requeria uma apreciação real da divisa chilena: uma fração do fluxo líquido de capitais é gasto em *non-tradables*, e um excesso incipiente de demanda por estes bens surgiram, forçando que, para que o equilíbrio fosse atingido, o preço relativo dos *non-tradables* subisse, resultando em uma apreciação real da moeda. Este foi o caso no Chile, onde uma grande proporção dos recursos importados foi usada para financiar um boom no setor de construção civil. Dado o nível de fluxo de capitais, podemos argumentar que a apreciação real se fez necessária para a manutenção do equilíbrio interno dos *non-tradables*. Como o nível do fluxo de capitais não poderia ser considerado sustentável no longo prazo, se torna claro que a adoção do regime de taxas fixas em 1979 não foi a causa principal da apreciação real do peso: independentemente do regime cambial que fosse utilizado, o maciço volume de capitais externos que ingressaram no Chile no período de 1979 a 1981 implicaria na apreciação real do peso. Se, por exemplo, um regime de taxas flutuantes tivesse sido adotado, o que se teria observado além da apreciação real do peso seria a apreciação nominal da divisa (considerando constantes taxas de inflação e nível do fluxo de capitais – variável exógena que difere de acordo com o regime cambial adotado).

O que motivou o maciço influxo de capitais para o Chile no período de 1979 a 1981? Sjaastad (1985) argumenta que o diferencial de taxa de juros não teve influência significativa para explicar o volume de recursos que ingressaram naquele país. O influxo pode ser compreendido pelo drástico aumento nas expectativas do retorno de investimentos naquele país, decorrente das reformas de estabilização e liberalização da economia. Este movimento provocou um

desequilíbrio na alocação de recursos dos países desenvolvidos, que passaram a deter um maior percentual de suas carteiras no Chile, fazendo com que em seguida à liberalização da conta capital, o fluxo aumentasse dramaticamente, até atingir o novo equilíbrio de longo prazo. Quando se acrescenta o fato do Chile estar saindo de um regime de controle de capitais onde o nível desejado de endividamento externo é bem acima do nível efetivo, observa-se que a abertura da conta de capitais implica em *overshooting* da demanda em relação ao novo equilíbrio de longo prazo. Edwards (1985) demonstra que este foi o caso no Chile, principalmente no período de 1980-81.

A adoção do regime de taxas de câmbio fixas contribuíram para o aumento na apreciação real, resultante da lenta convergência observada das taxas de inflação interna para os níveis internacionais. Aliado ao regime de taxas fixas, o governo chileno determinou em 1979 a correção dos salários nominais pela inflação passada (*backward looking*), recompondo as eventuais perdas e mantendo os salários reais constantes. Desta forma, ajustes na taxa de câmbio real deveriam ocorrer através da redução no preço nominal de *non-tradables* e salários reais. A impossibilidade de ajustes via salários reais tornou aparente que o regime de taxas fixas e de indexação de salários era incompatível.

A inflexibilidade de salários reais não permitiu que houvesse ajuste via preços relativos, levando a reduções drásticas no produto e no emprego. A desvalorização real do peso seria uma solução tradicional para a volta da competitividade nos *tradable goods* necessária para restaurar o equilíbrio em um cenário de menos fluxos de capitais. No caso chileno, no entanto, onde se observava uma política salarial com 100% de indexação *backward-looking*, uma desvalorização nominal muito provavelmente não levaria a uma desvalorização real do peso. Edwards

(1985) argumenta que, em economias onde os salários nominais são 100% indexados, desvalorizações nominais usualmente levam apenas a aumento de preços e salários.

Edwards (1985) argumenta ainda que o abandono da tablita e do sistema de câmbio fixo poriam fim ao desequilíbrio de preços relativos enfrentado pelo Chile. O governo chileno defendeu, contudo, que a economia se ajustaria automaticamente, via aumento de taxas de juros, redução das despesas e até mesmo taxas de inflação negativas. Os efeitos do ajuste se mostraram limitados, no entanto, e a apreciação real permanecia em níveis elevados, com as taxas de juros assumindo trajetória ascendente. Edwards defende ainda a existência de um efeito negativo do fluxo de capitais e da taxa de câmbio real. É demonstrado que apenas grandes variações no nível de capital investido promovem impactos sobre a taxa de câmbio real.

A apreciação real do peso resultou na perda de competitividade do setor de *tradables* e em um grande número de empresas com problemas financeiros (estes problemas se originaram do elevado grau de endividamento e da demanda por crédito, o último exercendo pressão sobre as taxas de juros). O sistema financeiro chileno não contava com supervisão governamental. Contribuíam, também, para sua deterioração dois fatores: (i) muitos bancos e firmas pertenciam a um mesmo grupo controlador (esta relação teve origem no programa de privatização chileno) resultando em conflito de interesses; (ii) os empréstimos eram rolados para evitar a falência de firmas, criando uma falsa demanda por crédito, sem que ao menos provisões fossem feitas para minorar possíveis *defaults*. Em 1983 o sistema financeiro chileno colapsou.

## **As taxas de juros e a crise no sistema financeiro**

É interessante notar que o diferencial entre as taxas de juros interna e externa (LIBOR) era explicado apenas parcialmente pelo fator prêmio de risco. Apesar dos empréstimos internacionais para aquele país serem obtidos com *spreads* de 99 *basis points (bps)* sobre a LIBOR, as taxas de juros internas eram muito mais elevadas (na média 1,900 *bps*). Este diferencial demonstra a ineficiência do sistema financeiro chileno, que apresentava custos operacionais elevados se comparados ao padrão internacional.

Apesar disso, com a abertura da conta capital e a melhora das expectativas, as taxas de juros para crédito se reduziram significativamente, para uma média de 4.1% ao ano. A piora das expectativas e o uso de taxas de juros para garantir a manutenção do câmbio, fizeram com que na primeira metade de 1982 as taxas de juros oscilassem entre 37% e 43%.

Algumas análises para o comportamento das taxas de juros no período que segue a abertura da conta capital são oferecidos. Sjaastad (1985) argumenta que a proibição dos bancos de operarem em fundos denominados em moeda estrangeira aumentavam o custo de transação, justificando o elevado *spread* entre operações denominadas em peso e em dólar. Harberger (1986), por sua vez, argumenta que a existência de uma falsa demanda por crédito foi responsável pelo elevado *spread*. A falsa demanda é resultante da rolagem das dívidas das empresas. Muitas das firmas não geravam lucro, necessitando, portanto, de empréstimos para a manutenção de suas operações. O relacionamento entre bancos e firmas permitia que os empréstimos fossem rolados, na esperança que a falência fosse evitada. Aliado às estas duas análises, a piora das expectativas com relação a viabilidade da manutenção da política econômica no Chile, e o conseqüente aumento no

prêmio de risco associado a desvalorização, pressionaram as taxas nominais no início dos 80's.

Edwards (1985) analisou o comportamento das taxas nominais no Chile assumindo que o país se comporta como uma economia semi-aberta. O estudo concluiu que fatores internos e externos exerciam influência sobre a economia chilena. O modelo permitiu concluir que a desvalorização esperada aumentou de 2% em 1979 para 26% em 1982 (o modelo assume que a apreciação real do peso é uma boa proxy para a taxa esperada de desvalorização).

Até 1973, quando o general Pinochet assumiu o comando do governo, o sistema financeiro chileno era quase totalmente controlado pelo estado. Além do controle de bancos (que foram nacionalizados no período de 1970 a 1973), o estado controlava agências de crédito para fomento da indústria.

O processo e termos pelos quais os bancos foram transferidos para o setor privado foi criticado. Diferentes acessos a crédito e uma legislação que não impedia concentração de controle, fizeram com que poucos grupos assumissem o controle dos bancos comerciais no Chile.

O programa de reforma do sistema financeiro incluía também operações de curto prazo no mercado aberto, o que originou a instalação de empresas de crédito (*financieiras*).

A regulamentação do setor bancário mudou frequentemente durante o período de reforma. As mudanças tinham dois objetivos principais: promover crescimento do sistema financeiro, e incremento da competitividade.

A liberalização das operação de juros, em 1975, pôs fim ao período conhecido por repressão financeira (1930 a 1975). Neste período, uma combinação de limite máximo (teto) para taxas de juros e inflação alta resultavam em juros reais

negativos. Com a liberalização do mercado aberto, e os juros negativos resultantes, permitiram uma mudança na alocação de recursos, na medida em que os investimentos domésticos se tornavam mais atrativos.

Com o objetivo de aumentar a competitividade dos agentes financeiros, a reforma aboliu distinções entre bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras, crédito hipotecário. Como resultado, o sistema financeiro se expandiu rapidamente.

A liberalização da conta capital foi um dos eventos mais controversos da experiência chilena. Depois de diversos anos de controle, a conta capital foi gradualmente liberalizada. Em agosto de 1976, os capitais estavam submetidos a uma permanência mínima de dois anos e a um depósito compulsório não remunerado. A permanência mínima persistiu até a crise em 1982, quando foi abolida. Foi permitido aos bancos tomar empréstimo em moeda estrangeira desde que o passivo não incorresse em risco cambial (ou equivalentemente, a posição fosse hedgeada). Inicialmente foram imputados limites sobre dívidas em moedas estrangeiras relativamente ao capital do banco, mas com o tempo tais restrições foram abandonadas.

Com isso, o governo chileno procurava obter maior controle sobre a política monetária. O governo temia que o diferencial de taxas de juros e a abertura da conta capital pudessem levar a um maciço fluxo de divisas que provocassem desequilíbrio no processo de produção e na alocação de riqueza. Apesar das restrições, o fluxo de capitais foi demasiado (tabela 10).

Ao contrário do que ocorreu nos outros países latino-americanos na década de 70, a maioria dos empréstimo no Chile foi contraída por grupos privados (73.2%

em 1982), valendo notar ainda que do total de empréstimos privados, 72.9% havia sido contraído pelo sistema financeiro.

Em 1979, o governo chileno promoveu a reestruturação do sistema de tarifas e quotas de importação. As tarifas em junho daquele ano haviam sido equalizadas (a excessão do setor automobilístico) para 10%. O fato da conta corrente ter sido liberalizada antes da conta capital foi tido como um modelo de abertura da economia a ser seguido<sup>25</sup>. Argumenta-se, no entanto, que a velocidade com a qual se liberalizou a economia chilena não foi adequada, tendo sido o principal fator responsável pelo maciço fluxo de capitais.

A reforma do sistema financeiro também tinha como objetivo o crescimento do nível de poupança interna e de investimento. Passamos a analisar alguns resultados sobre estes agregados macroeconômicos.

Poupança Interna: A liberalização afeta apenas os agentes financeiros institucionais, sem que se possa inferir os impactos sobre o comportamento de agentes não institucionalizados. A teoria microeconômica não fornece proposições pragmáticas sobre o efeitos de taxas de juros mais elevadas em instituições financeiras, uma vez que os efeitos riqueza e substituição são indiretamente relacionados. Além disso, taxas de juros elevadas podem afetar a distribuição de renda entre setores cuja propensão a poupar é diferente. O nível de poupança nacional bruta em relação ao PIB apresentou variação significativa no período entre 1974 a 1982. A média de poupança no mesmo período não apresentou grande oscilação. Os dados não permitem que se infira conclusão sobre a distribuição de poupança entre setor público e privado. A evidência demonstra, no

---

<sup>25</sup> McKinnon (1982); Edwards (1984); Calvo (1986).

entanto, que o setor privado estava usualmente em déficit enquanto o setor público apresentava superávit<sup>26</sup>.

Investimentos: Os investimentos privados apresentaram crescimento significativo no período de 1975 a 1981, seguido de uma queda entre 1982 e 1985 (Banco Central do Chile), refletindo os efeitos da crise que se iniciou em 1982. O crescimento dos investimentos privados foi minorado pela redução nos gastos públicos, que resultou do esforço de redução do déficit fiscal e do tamanho do governo. Os impactos da mudança na composição dos investimentos dependeria da produtividade marginal dos projetos privados ser maior ou menor do que aquela do setor público.

### **Fatores que levaram à crise chilena de 1982**

A crise chilena de 1982 pode ser definida como uma crise resultante de uma bolha especulativa, onde o otimismo gerado pela abertura e liberalização da economia motivaram um fluxo de capitais sem precedentes. Alguns eventos, contudo, lhe são peculiares e foram determinantes do momento e intensidade: (i) choque externo – aumento das taxas de juros internacionais, deterioração dos termos de troca, redução do crédito; (ii) choque macroeconômico – oscilação dos juros reais e taxa de câmbio; (iii) instabilidade do setor financeiro – mercados não regulamentados podem ser desestabilizados por eventos randômicos; (iv) explicações inadequadas sobre a reforma financeira – efeitos de moral hazard, formação de oligopólios.

O governo chileno, ao perceber os primeiros sintomas da crise em 1981, optou pelo processo de ajuste automático a qualquer desequilíbrio. Tal ajuste se tornaria

---

<sup>26</sup> Giovannini (1985); Molho (1986).

possível através de um aumento nas taxas de juros, agindo de forma a reduzir pressões da demanda doméstica. Acreditava-se, também, que a taxa de câmbio apreciada poderia ser corrigida automaticamente - o déficit na balança de pagamentos implicaria em redução das reservas, pressionando a base monetária e reduzindo o preço dos *non tradables*.

Como o processo de ajuste automático não ocorreu no período de tempo desejado, o governo chileno decidiu adotar políticas ativas no início de 1982. O uso de política monetária ativa se fez necessário para reduzir custos de financiamento, principalmente com o fim dos empréstimos externos. Em junho de 1982 o governo chileno aboliu o sistema de câmbio fixo, permitindo que o peso flutuasse. A desvalorização que seguiu permitiu ajuste dos preços relativos, reduzindo a pressão sobre a balança de pagamentos.

Por ocasião da crise em 1982, o sistema financeiro chileno apresentava claros sinais de enfraquecimento. As empresas, que em sua maioria eram controladas por bancos, também apresentavam situação precária, com elevado grau de endividamento. Foram adotadas algumas medidas que objetivavam reduzir a exposição de bancos e empresas, minorando os efeitos da crise: (i) medidas de ajuda ao devedores domésticos - reestruturação de empréstimos para empresas, reestruturação dos planos de hipoteca, criação de linhas de crédito setoriais; (ii) medidas de ajuda a instituições financeiras - empréstimos de emergência a bancos, subsídios para facilitar a reestruturação dos empréstimos para as empresas, compra de créditos de risco pelo Banco Central; (iii) outras medidas contingenciais - taxas de câmbio preferenciais para pagamento da dívida externa, juros subsidiados em operações de swap. Em consonância com este grupo de medidas, o governo chileno também instituiu um programa de reforma do sistema financeiro,

com o objetivo de minimizar a necessidade de intervenção do governo no setor, permitindo que o mercado se regule automaticamente. A reforma também procurava eliminar práticas que enfraquecessem o sistema, como empréstimos para empresas coligadas.

### **Lições da crise chilena de 1982**

O processo de abertura da economia chilena na década de 1970 e a crise que seguiu em 1982 apresentam aspectos que caracterizam um processo de Dutch Disease, e que se fez comum nos países emergentes nas últimas duas décadas. Passamos a analisar alguns destes aspectos.

A liberalização financeira pode ser caracterizada pelo rápido crescimento de quase-moeda e pelo surgimento de novas modalidades de intermediação financeira. Indicadores convencionais, no entanto, de *deepening* ou *widening* podem levar a conclusões equivocadas. Indicadores como M2/PIB podem aumentar precipitadamente como resultado da substituição de outros ativos ou da entrada de poupança externa. O crescimento do estoque de ativos financeiros de curto prazo não implica em melhora no padrão de poupança interna, nem na alocação dos recursos em ativos mais produtivos.

A experiência chilena sugere que a supervisão bancária não deve limitar o controle da atividade financeira ao cumprimento de *ratios*. O controle sobre a qualidade dos ativos é fator determinante na saúde de uma instituição financeira. É extremamente duvidoso que, não fosse a ligação dos bancos e empresas (em sua maioria pertencentes a um mesmo grupo controlador), o nível de endividamento fosse tão elevado.

As altas taxas de juros reais que foram sustentadas no Chile no período de 1975 a 1982 se apresentaram tão nocivas quanto taxas reais negativas. O elevado padrão dos juros reais naquele período foi nocivo para a economia real, que experimentou um elevado custo de financiamento, que muitas vezes se fazia necessário apenas para pagar o serviço de juros. A situação quase falimentar das empresas chilenas criou uma demanda artificial por crédito, resultando em aumentos constantes das taxas de juros.

### **Análise do Chile no período de 1989-1995**

O processo de estabilização e reformas no Chile ocorreu muito antes dos demais países na América Latina: em meados dos 1980's as reformas já estavam terminadas, a taxa de crescimento do produto oscilava entre 5% e 7% ao ano, a inflação estava em queda. O fluxo de capitais retomou vulto em 1990, resultante de dois fatores principais: (i) sucesso na transição para a democracia, o que reduziu o prêmio de risco do país; (ii) política monetária restritiva e com altas taxas de juros posta em prática pelo Banco Central, que havia então se tornado independente. Em setembro de 1992, a agência de rating Standard and Poor's premiou o Chile com o primeiro *investment grade rating* da América Latina, o que reduziu ainda mais o prêmio de risco chileno.

O Banco Central adotou algumas medidas em seqüência ao aumento do fluxo de capitais. Processo de esterilização agressiva, principalmente em 1990-92 através da emissão de títulos do Banco Central, em operações de mercado aberto, e da cobrança de compulsório para depósito em moeda estrangeira. Um modelo de banda cambiais foi adotado, criando uma âncora nominal, como o objetivo explícito de controlar a taxa de câmbio real. O modelo permite reavaliações do

câmbio para seu nível de equilíbrio, que no período de 1990 a 1994 ocorreu por cinco vezes. Para evitar que as reservas internacionais fossem compostas por capitais de curto prazo, o Banco Central chileno desincentivou o influxo, através da exigência de compulsórios não remunerados correspondentes a 30% do valor ingressado no país (que eventualmente aumentou para 40%). Criou-se, também, um período mínimo de permanência de um ano, mesmo para investimento no mercado de ações. O governo chileno também praticou política fiscal restritiva, resultando em um superávit médio da ordem de 1.7% do PIB no período de 1989 a 1994.

A economia chilena apresentou resultados bastante positivos neste período. O peso chileno teve apreciação de 9.4% em 1994 se comparada a média de 1985-1989. O déficit em conta corrente reduziu-se drasticamente, apresentando pequenos superávits eventualmente, resultante do crescimento da poupança interna, capaz de financiar os crescentes investimentos (que aumentaram de 15% do PIB em meados dos 1980's para 27.5% do PIB na média entre 1992-1994). O crédito para o setor privado apresentou apenas moderado crescimento, passando de 43.4% do PIB em 1989 para 46.9% do PIB em 1994 (Banco Central do Chile). Capitais de longo prazo, principalmente FDI, aumentaram no período, representando em 1994 quase 2% do PIB.

A crise do México não teve impacto significativo na economia chilena. A taxa de câmbio apreciou-se na ordem de 10%, as reservas cresceram e a dívida soberana não apresentou oscilação considerável. O efeito Tequila se fez sentir apenas na Bolsa de Valores, com o Índice Seletivo apresentando em fevereiro de 1995 uma queda de 12% com relação a novembro de 1994.

### **Capítulo III – a crise mexicana (1995)**

Em seguida a moratória de 1982, o governo mexicano instituiu um programa de reforma e liberalização da economia. O objetivo do programa era estabilizar os preços, reduzir a participação do estado na economia e proporcionar a abertura do país

O processo de estabilização adotava moldes semelhantes ao chileno, inspirado no conjunto de reformas propostas pelos países desenvolvidos e seus organismos internacionais que se convencionou chamar de Consenso de Washington.

Assim como no Chile do final da década de 1970, o México experimentou grande fluxo de capitais decorrente dos sinais de melhora de sua economia. A apreciação do peso foi, então, inevitável. Tendo adotado um modelo de taxa de câmbio fixa como âncora nominal (*exchange-rate target*) para controlar o processo inflacionário, o peso mexicano continuou a apresentar desvalorizações nominais até 1994, mas diferenças nas taxas de inflação e o maciço fluxo de capitais foram responsáveis pela apreciação real da moeda, que seria desvalorizada ao fim de 1994, seguindo a livre flutuação do peso mexicano.

#### **O modelo de estabilização mexicano**

O programa de liberalização e reforma mexicano teve início em 1983 e foi um dos mais complexos programas implementados nos países em desenvolvimento. Enquanto a consolidação fiscal ocorreu na segunda metade dos 1980's, o programa de estabilização foi implementado apenas em dezembro de 1987, quando o Pacto de Solidariedade (*Pacto*) promoveu o congelamento de preços, salários e taxa de câmbio através de um acordo entre o governo, empresários e

sindicatos. Outras reformas foram implementadas ao longo da década de 1980, incluindo um programa amplo de privatização (principalmente do setor bancário), liberalização da conta capital e FDI (1988), desregulamentação do setor de serviços (telecomunicação e transportes) e a abertura comercial que culminou com a entrada do México no NAFTA (North America Free Trade Agreement). O fluxo de capitais privados para o México teve início em 1988, crescendo constantemente até a crise cambial em dezembro de 1994 (tabela 14).

Para evitar que o maciço influxo de capitais apresentasse resultados semelhantes àqueles do Chile 1982 (Dutch Disease), o governo mexicano adotou algumas medidas, que passamos a analisar. (i) esterelização parcial do fluxo de capitais, através da emissão de título do governo denominados em peso (CETES). Com o agravamento da situação político-econômica ao longo de 1994, os CETES foram substituídos por títulos denominados em dólar (Tesobonos); (ii) adoção de um regime de câmbio fixo em 1987, até que em 1989 instituiu-se desvalorizações controladas (sistema de bandas - *crawling peg*) que funcionaria até dezembro de 1994; e (iii) privatização e liberalização do setor bancário, que não foi seguida de aumento da fiscalização e regulamentação. A única medida contingencial adotada foi a limitação em 10% da carteira para empréstimos em dólar.

#### **Situação do México em 1994**

Ao final de 1994, a apreciação real do peso era da ordem de 30% se comparada a média observada entre 1985 e 1989. O déficit em conta corrente, que eram da ordem de 1.4% do PIB em 1988, se apresentava em aproximadamente 7.5% do PIB. Estes déficits eram caracterizados pela redução da poupança privada (efeito

do Dutch Disease - desindustrialização) e aumento da poupança do governo, com o nível total de investimento apresentando apenas pequeno crescimento.

O fluxo de capitais que foi observado após a abertura da conta capital em 1989, havia proporcionado acumulação de reservas internacionais expressivas. Os eventos que em 1994 desenharam a crise de dezembro daquele ano imputaram às reservas redução da ordem de US\$ 19 bilhões.

O período de estabilidade também foi marcado pelo crescimento do crédito, resultando em um aumento da carteira de empréstimo dos bancos e no nível de endividamento das empresas. O crédito para o setor privado em 1989 era de aproximadamente 15% do PIB, passando para 46.3% do PIB em 1994, enquanto a proporção M2/PIB dobrou no período (tabela 15). Esta tendência do mercado de crédito mexicano levou a deterioração na carteira de empréstimo dos bancos, que se tornou evidente com a crise que se seguiu a flutuação do peso em 1995. O percentual de crédito não pagos (*non-performing loans*) em dezembro de 1994 era de 9% da carteira de empréstimos, e, em setembro de 1995, era da ordem de 17%.

A composição das reservas também foi fator determinante na crise de dezembro de 1994. Apesar do crescimento no investimentos diretos (FDI), o fluxo de capitais resultante do investimento em ações (FPEI) foi extramamente elevado, fazendo com que as reservas fossem compostas principalmente de capitais de curto prazo.

Em 19 de dezembro de 1994, o governo mexicano se viu forçado a desvalorizar o peso. A desvalorização foi na realidade um alargamento da banda em 15%, número que acreditava suficiente para equilibrar a apreciação real que a moeda havia sofrido desde 1987, e restaurar a confiança dos investidores. A fuga

de capitais continuou, desta vez em ritmo mais acelerado, com perdas de reserva de US\$ 12 bilhões, levando o Banco Central a flutuar.

O aumento nas taxas de juros (nominais e reais) que se seguiu a flutuação não foi suficiente para conter a desvalorização brusca da moeda, que perdeu metade de seu valor em relação ao dólar, até estabilizar-se aproximadamente em março de 1995. O preço dos ativos também sofreram reduções drásticas. O IPC (índice da Bolsa do México) em abril de 1995 havia perdido 55% em relação a seu valor em dólares em novembro de 1994 (Reuters). No mercado secundário da dívida externa, os Brady Bonds mexicanos, sofreram perda de 18% no mesmo período (J.P. Morgan), refletindo maior percepção de risco soberano do México (aumento do spread sobre os Treasury Bonds americanos).

“During the first half of the 1990’s, both economic and political events in the developing countries defied all expectations. Nations that most thought would not regain access to world financial markets for a generation abruptly became favorites of private investors, who plied them with capital inflows on a scale not seen since before World War I”

Paul Krugman, in “Dutch Tulips and Emerging Markets”

### **Dutch Disease e a crise mexicana de 1994**

O mundo em desenvolvimento do final da década de 1980 foi dominado pela sabedoria convencional, segundo a qual modelos de abertura da economia, liberalização da conta capital, desestatização, conhecida por Consenso de Washington. Os governos dos países em desenvolvimento, cujas economias desde

o imediato pós Guerra foram marcadas pela forte intervenção do estado, pregavam um modelo de livre mercado e moeda estável como determinante para o crescimento. Economistas criaram, então, regras de bolso para o desenvolvimento, que incluíam abertura comercial, privatização, equilíbrio fiscal, taxa de câmbio fixa. A adoção das reformas do Consenso de Washington apresentava melhora na confiança dos investidores e fluxo de capitais abundante como payoffs imediatos.

O México adotou, na década de 1980, uma das mais profundas reformas do mundo em desenvolvimento, e seu modelo de estabilização foi tido como um exemplo a ser seguido. Depois de um história de controle estatal na economia, e recém saída de uma crise externa, iniciada na moratória de 1982, o país atraiu capitais em uma escala sem precedentes. Quando, no início de 1995, planos emergenciais foram criados para impedir que a crise de crédito dos 1980's se repetisse, o modelo de crescimento preconizado pelo Consenso de Washington e que alimentou o boom de crescimento das economias emergentes nos 1990's, passou a ser questionado.

Crises cambiais se apresentam de forma muito semelhante, caracterizadas pela incompatibilidade dos objetivos políticos com um modelo de câmbio fixo, que resultam em ataques especulativos. Modelos de taxa de câmbio fixo, quando utilizados para controle da taxa de inflação, têm como efeito apreciação real, tornando, em última análise, barata uma aposta contra a moeda<sup>27</sup>. Foi o caso do ataque a libra esterlina em setembro de 1992, ao peso chileno em 1982, ao real em 1999, ao dólar em 1971 e 1973.

O México apresentou características que lhe são peculiares responsáveis pela determinação do momento e intensidade da crise. Mas as causas da crise se

---

<sup>27</sup> Ball (1998)

encontram no que podemos denominar como *consensus oversold*. A adoção das reformas sugeridas pelo Consenso de Washington criaram uma sensação de melhora, não em virtude das medidas implementadas, mas de expectativas extremamente otimista quanto ao crescimento de longo prazo do país. O Consenso de Washington criou no México uma bolha especulativa, onde o ciclo virtuoso do início dos 1990's se tornou um ciclo vicioso com a crise em dezembro 1994 (modelos de *self-reinforcing process*, na bonanza e na crise).

O comportamento do mercado a sensação de melhora das economias emergentes pode ser entendida pela teoria de *herd behavior*<sup>28</sup>. Os investidores interpretam a melhora inicial no país como uma tendência e, ao investir na economia, levam a aumentos exponenciais no preço dos ativos, que por sua vez criam sensação de melhora. Investidores, então, compram ativos no país para aproveitar o momento. Em um mercado racional, os investidores teriam percepção que a melhora não seria sustentada no longo prazo, venderiam seus ativos impedindo que se observasse inflação no preço dos ativos (imóveis e ações, por exemplo), não havendo, portanto, formação de bolha. O entusiasmo e otimismo exagerados por investimentos nos mercados emergentes pode ser classificado como um caso clássico de bolha especulativa.

No início da década de 1990, o fluxo de capitais privados para mercados emergentes aumentou dramaticamente. Em 1993, o total de recursos que ingressaram estes mercados monta a 130 bilhões de dólares, dos quais apenas 10% se destinaram aos países do sudeste asiático (mais notadamente China, Cingapura,

---

<sup>28</sup> Scharfstein e Stein (1990), onde se argumenta que agentes podem assumir investimentos sem considerar a informação privada, caracterizando um comportamento cujo benefício social é negativo. Vives (1993), Banerjee (1992) e Caplin e Leahy (1994) apresentam resultados semelhantes, onde concluem que o aprendizado via preços de mercado e a convergência para expectativas racionais é lenta, justificando o herd behavior.

Hong Kong, Coréia do Sul e Taiwan, que durante os 1980's haviam apresentado rápido crescimento).

O enorme fluxo de capitais aliado a uma taxa de câmbio fixa aumentou a pressão especulativa no México. O peso apresentou desvalorização nominal de 13% entre 1990 e 1994, enquanto o diferencial de inflação (entre México e os Estados Unidos) foi de 41% (J.P. Morgan), resultando na apreciação real do peso mexicano de 28% no primeiro trimestre de 1994. A apreciação do peso reduziu as exportações para o mercado americano, e financiou um crescimento exponencial das importações. Transformou, também, o padrão de consumo mexicano, com redução da propensão marginal a poupar. Dados do Banco Mundial mostram que a taxa de poupança, que em 1989 era de 16%, em 1992 havia caído para menos de 9%. Esta redução na poupança privada contribuiu para a piora no déficit em conta corrente, uma vez que aumentou a demanda por importados (em um cenário de apreciação real da moeda) e reduziu o total investido para crescimento de longo prazo.

No entanto, apesar o elevado fluxo de capitais, o crescimento do produto mexicano no período 1990-1994 foi de 2,5% na média (Banco Mundial), menor do que o crescimento populacional (isto é, o país apresentou redução do PIB *per capita*). Alega-se que o fraco desempenho do produto mexicano resulta da apreciação real do peso, que promoveu o Dutch Disease na economia mexicana – desindustrialização. Uma alternativa para retomar a competitividade de suas indústrias seria, portanto, a desvalorização do peso. O governo, dada a proximidade das eleições presidenciais, optou por uma política fiscal expansiva, que resultou na deterioração das contas públicas. A sensação de piora dos investidores com relação a economia mexicana forçou um aumento nos juros nos

títulos denominados em pesos (CETES), aumentando o custo de financiamento da dívida interna. O governo mexicano procurou evitar o pagamento dos juros, alterando o perfil da dívida, com aumento da emissão de Tesobonos (títulos denominados em dólar), que no final de 1994 representavam 70% do total da dívida.

Em seguida ao processo de estabilização (*Pacto*) em 1987, a economia mexicana passou por uma série de transformações, resultado da adoção das reformas propostas pelo Consenso de Washington. As exportações dobraram no período que se estende de 1988 a 1994 (em grande parte resultante do processo de formação das *maquilladoras – outsourcing*), cabendo notar que o petróleo teve sua proporção na pauta de exportações reduzida de 21% para 12% (Banco Central do México). O fluxo de capitais para o país somou 103 bilhões de dólares no período, dos quais 30.2 bilhões em investimentos diretos (FDI). As reservas internacionais também apresentaram crescimento, passando de 6.4 bilhões em 1988 para 24.5 bilhões em 1994 (as reservas mexicanas eram, em grande parte, compostas de capitais de curto prazo, o que aumentava a vulnerabilidade do país; cabe notar que no final de abril de 1994, um mês após o assassinato do candidato a presidência Luis Donaldo Colossio, as reservas haviam se reduzido em 10.8 bilhões de dólares). A produtividade industrial aumentou em média 7% ao ano no período.

Ao final de 1994, o México apresentava grande déficit em conta corrente (que de 1.4% do PIB em 1988 havia passado para 7.7% do PIB naquele ano – da ordem de 28 bilhões de dólares contra reservas de 24.5 bilhões) e sistema financeiro fragilizado, que impedia uso ativo de política monetária para controle do déficit (Banco Central do México).

Os bancos mexicanos não contavam com controle de risco adequado e suas atividades estavam voltadas para o crédito ao consumidor. Essa combinação levou ao aumento do percentual de crédito não pagos (*non-performing loans*) de 3.5% em 1991 para 9.0% em 1994 (Banco Central do México), deteriorando a qualidade dos ativos do sistema bancário. Com a deterioração da economia mexicana em 1993/1994, o percentual de empréstimos não pagos aumentou, forçando os bancos a aumentar o prêmio de risco (em 20% sobre o CETES títulos de 28 dias denominados em peso).

No México, assim como no Chile em 1982, um aumento dos juros internacionais teve impacto negativo sobre a situação da economia. Os *fed funds* e *discount rates* aumentaram no período de janeiro de 1994 a março de 1995 em 300 *basis points*, passando de 3% para 6% ao ano (Bloomberg).

Em resposta a crise que se seguiu ao assassinato de Luis Donaldo Colossio em março de 1994, o governo mexicano aumentou o nível de desvalorização nominal do peso, que de fevereiro a maio, desvalorizou 8%, reduzindo a pressão sobre a conta corrente. As taxas de juros dos CETES subiram de 9% para 18% no mês que seguiu ao assassinato, e o governo decidiu mudar a composição da dívida, emitindo títulos de 91 dias denominados em dólar (tesobonos), que pagavam juros de 6.6% mais variação cambial. O governo mexicano procurou, com a mudança no perfil da dívida pública, sinalizar sua confiança no regime de câmbio e não pagar as elevadas taxas cobradas pelo mercado para a colocação dos títulos em peso. O mercado, no entanto, interpretou o aumento na emissão de títulos em dólar como maior vulnerabilidade da economia a uma desvalorização (e um aumento na possibilidade de não pagamento da dívida).

A insustentabilidade da economia mexicana se fez clara quando o governo apresentou o orçamento para 1995, que o Congresso classificou como baseado em projeções irrealistas e onde o governo não apresentava soluções para os desequilíbrios das políticas fiscal, monetária e cambial. Em 19 de dezembro, o governo mexicano em acordo com empresários, promoveu uma desvalorização de 15%, que se acreditava suficiente para retomar a confiança dos investidores e suficiente para alcançar algum equilíbrio na balança comercial. Em dois dias, o banco central mexicano perdeu metade das reservas internacionais na defesa da moeda. O novo governo do presidente Ernesto Zedillo manteve a defesa da paridade peso-dólar até 21 de dezembro de 1994, quando o peso passou a flutuar.

### **Crises na América Latina: os casos chileno e mexicano**

Muito se argumenta que a adoção de modelos de exchange rate target como âncora nominal da economia e instrumento de combate a inflação tem efeito apenas de alimentar ataques especulativos. Argumenta-se, também, que este seria o motivo pelo qual o Chile em 1982 e o México em 1994 tiveram suas economias dominadas pelo colapso da paridade com o dólar, vitimadas de uma crise cambial.

Modelos de taxa de câmbio fixa (usualmente em regime de bandas e desvalorização nominal controlada pelo Banco Central) se apresentam eficientes no controle da inflação. Ocorre, contudo, que os preços apresentam resíduos e inércia, que não são eliminados totalmente com a adoção da taxa de câmbio fixa, e tem como resultado a apreciação real da moeda. A velocidade com a qual o câmbio fixo consegue reduzir a inércia é fundamental para a estabilidade da moeda. O sucesso na adoção de modelos de *exchange rate target* depende diretamente da credibilidade do Banco Central. Quando o mercado acredita no

comprometimento do governo com o modelo adotado, a inércia reduz-se rapidamente.

Os casos chileno e mexicano, no entanto, não estão diretamente ligados a adoção do regime de câmbio fixo, mas sim ao *consensus oversold*. O fluxo maciço de capitais que ingressou nestes países, em seqüência as reformas preconizadas pelo Consenso de Washington, foi a principal causa das crises cambiais do peso chileno em 1982 e mexicano em 1994. O otimismo exacerbado dos investidores da economia daqueles países somado à rápida abertura da economia (em países com passado marcado pelo isolamento, protecionismo e controle do estado) implicou em investimentos muito acima do novo equilíbrio de longo prazo, criando uma bolha especulativa.

Edwards (1996) argumentou que o sucesso de um plano de estabilização apoiado na taxa de câmbio fixa como âncora nominal depende da redução da inflação inercial. Para tanto, argumenta que a credibilidade da mudança de política e a eliminação de indexação *backward looking* dos contratos (inclusive salários) são fundamentais para que se reduza e até mesmo elimine a inércia. Edwards concluiu que no Chile, em virtude da indexação dos salários (*tablita*), não foi possível rejeitar a hipótese que não houve redução da inércia. Concluiu, também, que o programa de taxa de câmbio como âncora cambial não tinha credibilidade. No México, observou-se que a inércia inflacionária pode ser reduzida com a adoção do modelo de exchange rate target, apresentando, contudo, estabilidade e leve crescimento em seguida. Quanto a credibilidade da política, Edwards concluiu que na medida em que aumentava a apreciação real do peso, a possibilidade de uma quebra estrutural e adoção de um regime de taxa de câmbio flutuante se tornava mais visível para os agentes.

Em um modelo de *consensus oversold*, o regime de taxa de câmbio atua como gatilho da crise, ao tornar barata a aposta contra a moeda. Tudo o mais constante, se o Chile ou o México tivesse optado pelo regime de taxas flutuantes, o fluxo de capitais maciço teria provocado apreciação real e nominal da moeda, com impactos semelhantes sobre o equilíbrio em conta corrente e preços relativos. E, com a percepção dos investidores que o nível de entrada de capitais estava acima do equilíbrio de longo prazo e de que as taxas de crescimento não haviam se comportado como esperado, uma abrupta e maciça saída de capitais teria provocado desvalorização aguda da moeda (com *overshooting* sobre o nível de equilíbrio), apenas sem apresentar descontinuidade do modelo cambial adotado.

## **Conclusão**

As reformas econômicas adotadas no Chile e no México eram consideradas, até a eclosão das respectivas crises em 1982 e 1994, como exemplos de reformas bem sucedidas. Em ambos os casos, pôde-se perceber um redirecionamento da economia, antes controlada pelo estado, para o livre mercado, apresentando liberalização interna e externa, desregulamentação e desestatização (tabela 12 e tabela 13).

O crescimento econômico foi expressivo no Chile e moderado no México, enquanto a inflação apresentou queda significativa em ambos os países. Os elevados déficits fiscais, comuns aos governos populista da América Latina, foram controlados nos dois países, com o Chile apresentando superávit de 1976 até 1981, e o México de 1990 até 1994.

A adoção das reformas preconizadas pelo Consenso de Washington foram recompensadas com um volume expressivo de investimentos estrangeiros. O fluxo de capitais para o México entre 1990 e 1994 foi de 6.7% do PIB em média (J.P. Morgan). A adoção do regime de taxas de câmbio fixa (*exchange-rate target*) permitiu maior controle sobre a inflação – o modelo tem como objetivo a convergência do nível interno de preços ao nível internacional via controle de taxa de câmbio – mas implicou em apreciação real da moeda (o argumento de que haveria apreciação real no evento de taxas de câmbio flexíveis não pode ser inferido sem que se faça outras consideração, como por exemplo a característica dos capitais – investimento direto ou investimento em portfólio) tanto no Chile como no México. O peso chileno apresentou apreciação real de 30% no período de 1978 até o final do ano de 1981 (J.P. Morgan); o peso mexicano teve apreciação real estimada entre 15% e 20% no período que se estendeu de 1988 a 1993. Em

nenhum dos dois países havia um consenso de que a apreciação real observada constituísse um desequilíbrio. Ambos governos argumentavam que a mudança de preços relativos era motivada por um ajuste a um novo equilíbrio, resultante de liberalização, desregulamentação, desestatização e outros fatores que implicavam em aumento de competitividade. A conta corrente, no entanto, apresentou deterioração gradual até que atingisse proporções alarmantes (14% do PIB no Chile em 1981 e 7% do PIB no México em 1994). Os investimentos externos se comportavam alheios a deterioração dos fundamentos, apresentando fluxos de capitais crescentes, o que contribuiu para o crescimento das reservas internacionais.

No período de bonanza, ambos os países privatizaram seus principais bancos - o Chile em meados de 1970 e o México no início dos 1990's - e promoveram liberalização do mercado financeiro. Controles sobre as taxas de juros foram abolidos, regulamentação sobre ativos e passivos denominados em moeda estrangeira foram afrouxados. Indicadores de *financial deepening* (M2/PIB, por exemplo) aumentaram rapidamente. Os empréstimos do setor bancário e não bancário apresentaram crescimento em resposta às novas reformas do setor financeiro – no Chile os empréstimos (em relação aos ativos totais) para o setor privado passaram de 5% em 1974 para 82% em 1982, enquanto o México apresentou crescimento mais modesto, de 26% em 1991 para 41% em 1994 (IFS). Como resultado, o preço dos ativos cresceu rapidamente em ambos os países, o que pôde ser observado na Bolsa de Valores e mercado imobiliário.

Diversos fatores – que reapareceram nos países asiáticos – conspiraram na transformação de um aparente *boom* financeiro em uma crise de liquidez. O primeiro fator que merece destaque é o papel da denominação da moeda dos

ativos e passivos do setor financeiro. Os bancos tomavam empréstimos denominados em moeda estrangeira e acatavam depósitos em dólar. No entanto, os empréstimos domésticos eram denominados em moeda local, o que implicava em elevado risco cambial (a confiança na manutenção do regime de câmbio fixo reduziu a demanda por *hedge* cambial). Os bancos centrais tinham, portanto, limitada sua função de *lender of last resort*, uma vez que não poderia emitir dólares para fazer face à iliquidez do sistema bancário.

Outro fator determinante da crise foi o aumento nos empréstimos de curto prazo denominados em moeda estrangeira. Observou-se, também, que os capitais de longo prazo (investimentos diretos) representavam apenas uma pequena proporção do total do fluxo de capitais externos, enquanto os investimentos de portfólio – capitais de curto prazo – eram responsáveis por quase a totalidade dos capitais que ingressavam no Sudeste Asiático, no Chile e no México (tabela 1 para Coréia do Sul e Tailândia e tabela 14 para Chile e México). O efeito líquido desta tendência implicou em um sistema financeiro que enfrentava restrições de liquidez face seus compromissos em moeda estrangeira: o total dos exigíveis de curto prazo em moeda estrangeira do sistema financeiro consolidado (incluindo o Banco Central) sob regime de câmbio fixo, excedia os ativos em moeda estrangeira disponíveis. A restrição de liquidez fica nítida na análise da proporção M2/Reservas, que se apresentou em ambos os casos acima de 1 e com crescimento elevado no período que antecedeu a crise (tabela 7 para Coréia do Sul e Tailândia e tabela 15 para Chile e México).

A crise que se seguiu em cada um dos países estudados revelou um sistema financeiro extremamente fragilizado. A profunda desvalorização cambial, resultante do abandono da paridade com o dólar, e a recessão que se instalou

naqueles países deteriorou ainda mais o estado dos bancos asiáticos, chilenos e mexicanos. O nível de não pagamento de empréstimos (*non-performing loans*) apresentou alta expressiva nos anos que se seguiram a crise (tabela 16 para Chile e México). A fragilidade do sistema forçou intervenção do governo. Programas de reestruturação foram implementados, atuando no reescalonamento da dívida, redução de juros, câmbio subsidiado para pagamento de dívida denominada em moeda estrangeira. Apesar de não haver dados precisos que confirmem o total gasto no programa de resgate do sistema financeiro, estima-se que monte a 12% do PIB no México (viabilizado por empréstimos do FMI e do Tesouro norte americano) e 20% do PIB no Chile. Na Coreia do Sul e Tailândia, o programa de ajuste organizado pelo FMI tinha como principal objetivo controlar a deterioração no valor dos ativos e restaurar a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros. O programa também incluía maior transparência da economia (com diminuição dos conglomerados) e reestruturação do sistema financeiro. O total da ajuda à Coreia do Sul montou a 58.4 bilhões de dólares, enquanto à Tailândia totalizou 17.2 bilhões de dólares (tabela 8).

As crises do Chile (1982) e do México (1994) apresentam um pano de fundo para entender o que motivou a crise da Ásia em 1997. O maciço influxo de capitais, em economias que no passado foram dominadas pelo isolacionismo, resultou em iliquidez internacional do sistema financeiro. A reversão do fluxo de capitais segue a percepção da fragilidade do setor bancário e da crise eminente. O esgotamento do fluxo de externo é acompanhado de ataque a moeda e do fim da defesa da paridade do câmbio. A desvalorização dá início a um *self-reinforcing*

*process*, com deterioração na qualidade dos ativos do sistema financeiro e reversão ainda maior do fluxo de capitais.

Em linhas gerais, os três casos se apresentaram de maneira muito semelhante, marcados pelo regime de taxa de câmbio fixa, influxo maciço de capitais, e iliquidez internacional como determinante da crise. As diferenças entre o caso asiático e o dos países latino americanos se encontram no que motivou o fluxo exuberante de capitais externos e no fator que engatilhou a crise.

Nos casos chileno e mexicano, o fluxo de capitais resultou do Dutch Disease, causado pelo *consensus oversold*. A liberalização da economia, com abertura da conta corrente e da conta capital, desestatização e perspectiva de melhora atraíram os investidores estrangeiros e se observou um *overshooting* do fluxo de capitais. No caso asiático o fluxo foi motivado pelas garantias implícitas dos governos locais e do Fundo Monetário (*moral hazard* interno e externo). Nos três casos, a liberalização do sistema financeiro foi determinante no aumento do descasamento, principalmente porque reduções nas margens operacionais permitiram que os bancos e financeiras incorressem em maior risco de crédito.

No Chile, o fator que engatilhou a crise foi o aumento nas taxas de juros internacionais e a crise de crédito de 1982 (iniciada na moratória do México). Estes acontecimentos implicaram na melhor percepção da fragilidade do sistema financeiro no Chile e a percepção que as taxas de crescimento e o fluxo de capital que o país havia experimentado desde 1979 eram sustentáveis no longo prazo. No México, a crise de dezembro de 1994 foi engatilhada por problemas políticos (que tiveram início no assassinato do candidato a presidência Luis Colossio) e pelo aumento de 300 basis points nas taxas de juros norte americanas durante aquele ano.

Vale notar o comportamento do produto e do preço dos ativos no período que seguiu as crises chilena e mexicana. O Produto Interno Bruto caiu 14.09% no Chile (1982), e 6.98% no México (1995) (IFC). Os investidores externos, antes extremamente otimistas com as melhoras apresentadas por aqueles países, demonstravam pessimismo exagerado, resultado de percepção da alocação exagerada no setor de *non-tradables* (principalmente no setor imobiliário). Em seqüência as fortes queda no produto, ambos os países apresentaram rápida retomada de crescimento, com a economia chilena crescendo em média 4.8% entre 1984 e 1987, enquanto a economia mexicana cresceu em média 6.1% entre 1996-1997.

A crise asiática surpreendeu por ter sido amplamente não antecipada. E a reversão no fluxo de capitais não foi originada por eventos externos, mas sim pela percepção da fragilidade do sistema financeiro. Isso explica a lenta retomada do crescimento apresentada pelos países asiáticos. O colapso iniciado em julho de 1997 na Tailândia e a conseqüente deterioração dos ativos imprimiu severas perdas a economia daqueles países. A fragilidade do setor bancário e dos grandes conglomerados implica em um lento processo de superação da crise. O Fundo Monetário Internacional estima que o produto coreano para o ano de 1999 apresente crescimento de 1%, face uma recessão de 5,4% (estimativa Bloomberg) em 1998.

## **Apêndice I - Determinantes de uma crise financeira**

A literatura apresenta diversas hipóteses alternativas no que tange a vulnerabilidade das economias a reversão no padrão do fluxo de capitais, baseadas em análises de casos, mas cuja aplicabilidade não pôde ser comprovada. Passamos a analisar algumas destas hipóteses.

Excesso de fluxo de capitais torna uma crise mais provável: Este argumento se baseia no princípio de que o capital que entra eventualmente terá que sair, e portanto elevadas entradas de capitais hoje podem representar elevadas e indesejadas saídas de capitais no futuro. Calvo, Leiderman e Reinhart (1994) argumentam que o fluxo de capitais para mercados emergentes é exógeno, e que portanto saídas maciças de capitais são por vezes motivadas por eventos fora do controle do *policy maker*, tornando difícil a previsão e controle sobre estas saídas. Sachs, Tornell e Velasco (1996) mostram que a influência do fluxo de capitais não se faz notar de forma direta, e sim através da taxa de câmbio real e dos empréstimos bancários.

A composição das reservas é mais relevante na análise do fluxo de capitais: A hipótese de que mais importante do que o volume de entrada de capital é sua composição se apresenta de duas formas: (i) capitais de curto prazo (ações, títulos de renda fixa, depósitos a vista em bancos comerciais) podem facilmente ser revertidos, enquanto investimentos diretos (FDI) não; (ii) capitais de longo prazo (investimento direto, por exemplo) aumentam a capacidade produtiva, produzindo receitas necessárias para fazer frente a possíveis saídas no futuro, enquanto capitais de curto prazo freqüentemente estão associados a aumentos exagerados de consumo e alocação ineficiente de capital.

Déficits em conta corrente em períodos de elevados fluxos de capitais tornam a crise mais provável: Este argumento apresenta duas possíveis perspectivas: (i) déficits elevados resultam em aumento da dívida externa, até o ponto em que o país se torna insolvente ou atinge uma restrição de crédito (percepção dos credores que o país não tem incentivos para pagar suas dívidas) - em qualquer das hipóteses, os empréstimos se esgotam e o país sucumbe a crise; (ii) países cuja dívida externa é extremamente elevada estão sujeitos ao humor dos mercados de capitais que eventualmente podem suspender empréstimos, forçando um ajuste que por sua vez pode resultar em alguma forma de conflito interno, dificultando a capacidade de pagamento, o que ratificaria as expectativas dos investidores (*self fulfilling crisis*).

Sachs, Tornell e Velasco (1996) não rejeitaram a hipótese que variações na conta corrente não aumentam o risco de uma crise financeira. É razoável, contudo, supor que um aumento no déficit em conta corrente causado por aumento em investimentos é menos preocupante do que aquele resultante de redução na poupança - e portanto aumento no consumo. A racionalidade por trás deste argumento é que um déficit originado do aumento nos investimentos a princípio é capaz de gerar receitas em virtude do aumento na capacidade produtiva e portanto pagar juros e principal das dívidas. A redução na poupança, por sua vez, implica em menor capacidade de produção no longo prazo e o início do processo de desindustrialização (efeito Dutch Disease).

Política fiscal expansiva como causa das crises financeiras: Políticas fiscais imprudentes freqüentemente foram apontadas como a causa das crises financeiras e cambiais nos mercados emergentes. A expansão da dívida interna e aumento da necessidade de financiamento do setor público usualmente geram dúvidas quanto

a capacidade de pagamento e a possibilidade de monetização da dívida, causando desconforto aos investidores. O déficit fiscal origina problemas relacionados com déficits em conta corrente (via redução de poupança), apreciação real e elevado crescimento dos agregados monetários. Argumenta-se que os efeitos destes fatores na formação de crises financeiras eventualmente é resultados da influência da política fiscal.

## **Bibliografia**

EDWARDS, Sebastian “The Behavior of Interest Rates and Exchange Rates during a liberalization episode: The case of Chile 1973 – 83” in *NBER Working Papers No. 1702*, Setembro 1985

EDWARDS, Sebastian “Stabilization with Liberalization: An Evaluation of Ten Years of Chile’s Experiment with Free Market Policies, 1973-1983” *Economic Development and Cultural Change*, 1985

EDWARDS, Sebastian “A Tale of two crises: Chile and Mexico” *NBER Working Paper 5794*, October 1996

HARBERGER, Arnold “Observations of the Chilean Economy, 1973-1983” *Economic Development and Cultural Change*, 1985

DORNBUSCH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan e VALDÉS, Rodrigo “Currency Crises and Collapses” *Brooking Papers on Economic Activity*, 1995

KRUGMAN, Paul “What happened to Asia” Janeiro 1998

KRUGMAN, Paul “Currency crises”

KRUGMAN, Paul “Dutch Tulips and Emerging Markets” in *Foreign Affairs*  
July/August 1995

SACHS, Jeffrey, TORNELL, Aaron, VELASCO, Andrés “Financial Crises in  
Emerging Markets: The Lesson from 1995” *NBER Working Paper 5576* Maio  
1996

CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés “The Asian Liquidity Crisis” *NBER*  
*Working Paper 6796* Novembro 1998

CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo, ROUBINI, Nouriel “What Caused the  
Asian Currency and financial crisis? Part I: Macroeconomic Overview” *NBER*  
*Working Paper 6833* Dezembro 1998

CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo, ROUBINI, Nouriel “What Caused the  
Asian Currency and financial crisis? Part II: The Policy Debate” *NBER Working*  
*Paper 6833* Dezembro 1998

OBSTFELD, Maurice “Models of Currency Crises with self-fulfilling features”  
*NBER Working Paper 5285*, Outubro 1995

AGHEVLI, Bijan “The Asian Crisis: Causes and Remedies” *IMF Finance and*  
*Development*, Junho 1999

KAMINSKY, Graziela e REINHART, Carmen “Leading indicators of Currency Crises” *IMF Staff Papers*, 1998

External Relations Department of the International Monetary Fund “The IMF Response to the Asian Crisis” *IMF Fact Sheet*, 1999

BALL, Laurence “Policy Rules for Open Economies” *NBER Working Paper*, Outubro 1998

<b>Tabela1</b>								
<b>Fluxo de Capitais Privados para Mercados Emergentes (bilhões de dólares)</b>								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Total	31.0	126.9	120.9	164.7	160.5	192.0	240.8	173.7
FDI	17.6	31.3	37.2	60.6	84.3	96.0	114.9	138.2
FPEI	17.1	37.3	59.9	103.5	87.8	23.5	49.7	42.9
<b>Asia</b>								
Total	19.1	35.8	21.7	57.6	66.2	95.8	110.4	13.9
FDI	8.9	14.5	16.5	35.9	46.8	49.5	57.0	57.8
FPEI	-1.4	1.8	9.3	21.6	9.5	10.5	13.4	-8.6

Fonte: FMI, IFS

<b>Tabela2</b>										
<b>Agregados Macroeconômicos – Asia 1990-1996</b>										
	PIB %		Inflação %		Déficit Fiscal		Poupança/P IB		Invest/PIB	
	90-96	96	90-96	96	90-96	96	90-96	96	90-96	96
Indonésia	7.3	8.0	8.6	6.4	0.2	0.0	28.4	30.6	33.4	32.7
Coréia do Sul	7.7	7.1	6.4	4.9	0.5	-0.2	35.4	33.9	36.5	36.8
Malásia	8.8	8.6	4.0	3.6	0.4	0.5	34.6	40.6	37.0	42.2
Filipinas	2.8	5.7	10.7	8.4	2.2	0.5	19.1	22.7	22.5	23.9
Tailândia	8.5	5.5	5.1	5.9	-2.6	-1.5	28.6	31.5	40.3	42.5

Fonte: FMI, J.P.Morgan

<b>Tabela3</b>					
<b>Dívida Pública (percentual do PIB)</b>					
	Indonés ia	Coréia do Sul	Malasia	Filipinas	Tailândia
1990	45.7	8.3	81.3	51.3	18.4
1991	40.3	11.5	76.4	49.7	13.3
1992	42.7	11.5	66.1	52.8	10.9
1993	37.5	10.9	59.3	67.1	8.4
1994	36.6	10.0	50.1	56.4	5.8
1995	30.9	9.0	42.8	ND	4.7
1996	24.1	8.6	ND	ND	3.7

Fonte: Banco Mundial

<b>Tabela4</b>					
<b>Reservas Internacionais (milhões de dólares)</b>					
	Indonés ia	Coréia do Sul	Malasia	Filipinas	Tailândia
1990	7,459	14,793	9,754	924	13,305
1991	9,258	13,701	10,886	3,246	17,517
1992	10,449	17,121	17,228	4,403	20,359
1993	11,263	20,228	27,249	4,676	24,473
1994	12,133	25,639	25,423	6,017	29,332
1995	13,708	32,678	23,774	6,372	35,982
1996	18,251	34,037	27,009	10,030	37,731

Fonte: FMI

<b>Tabela5</b>									
<b>Taxa de Câmbio Real 1987-1997</b>									
	Indonés ia	Coréi a	Malas ia	Filipin as	Tailân dia	Mexi co	Argent ina	Brasi l	Chile
1987	101.1	87.0	111.1	99.0	95.2	95.1	86.2	61.9	100.2
1988	98.8	101.9	100.5	101.7	97.3	110.6	117.7	69.2	98.5
1989	101.9	106.2	102.9	108.2	99.3	101.7	70.2	93.1	97.8
1990	97.4	96.1	97.1	92.4	102.2	100.3	138.0	76.3	100.9
1991	99.6	91.5	96.9	103.1	99.0	103.8	112.0	71.7	106.2
1992	100.8	87.7	109.7	107.1	99.7	111.6	114.0	77.5	115.7
1993	103.8	85.2	111.0	97.4	101.9	120.8	114.7	86.2	112.7
1994	101.0	84.7	107.1	111.7	98.3	97.7	109.2	108.7	120.1
1995	100.5	87.7	106.9	109.5	101.7	77.2	110.6	96.6	120.8
1996	105.4	87.1	112.1	116.3	107.6	95.5	115.4	99.6	128.5
1997	62.3	59.2	84.8	90.8	72.3	106.1	123.0	107.4	133.4

Base: 1990=100

Fonte: J.P. Morgan

<b>Tabela6</b>					
<b>Dívida de Curto Prazo (milhões de dólares)</b>					
	Indonés ia	Coréia do Sul	Malasia	Filipinas	Tailândia
Jun 90	10,360	15,528	1,761	3,019	7,026
Jun 94	18,882	34,908	8,203	2,646	27,151
Jun 97	34,661	70,182	16,268	8,293	45,567
<b>Dívida / Reserva</b>					
Jun 90	2.208	1.061	0.217	3.185	0.591
Jun 94	1.730	1.610	0.252	0.405	0.992
Jun97	1.704	2.060	0.612	0.848	1.453

Fonte: FMI, BIS

<b>Tabela7</b>								
<b>M2 (percentual das reservas internacionais)</b>								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Coréia do Sul	6.48	8.33	7.20	6.91	6.45	6.11	6.51	10.50
Tailândia	4.49	4.10	4.10	4.05	3.84	3.69	3.90	5.29
Indonésia	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	7.37

Fonte: IFS

<b>Tabela8</b>				
<b>Programa de Ajuda (bilhões de dólares)</b>				
	FMI	Banco Mundial	Bilateral	Total
Coréia do Sul	21.1	14.2	23.1	58.4
Tailândia	4.0	2.7	10.5	17.2
Indonésia	11.2	10.0	21.1	42.3
<b>TOTAL</b>	<b>36.3</b>	<b>26.9</b>	<b>54.7</b>	<b>117.9</b>

Fonte: FMI

<b>Tabela9</b>								
<b>Conta Corrente (percentual do PIB)</b>								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Coréia do Sul	-1.24	-3.16	-1.70	-0.16	-1.45	-1.91	-4.82	-1.90
Tailândia	-8.74	-8.01	-6.23	-5.68	-6.38	-8.35	-8.51	-2.35
Indonésia	-4.40	-4.40	-2.46	-0.82	-1.54	-4.27	-3.30	-3.62

Fonte: IFS

<b>Tabela10</b>		
<b>Fluxo de Capitais (USD milhões) Chile</b>		
ANO	1º semestre	2º semestre
1977	96.4	471.7
1978	793.6	1,152.5
1979	1,103.4	1,144.7
1980	1,239.1	1,921.0
1981	2,044.2	2,425.1
1982	889.2	415.1

Fonte: Le Fort (1985)

<b>Tabela 11</b>					
<b>Indicadores Macroeconômicos: 1978 - 1982 (%) Chile</b>					
Indicador	1978	1979	1980	1981	1982
$\Delta$ PIB	8.2	8.3	7.8	5.5	-14.1
Inflação (CPI)	30.3	38.9	31.2	9.5	20.7
Inflação (WPI)	43.2	56.3	31.9	-4.8	37.5
Depreciação	47.0	17.6	4.7	0.0	30.5
Conta Corrente	-1.1	-1.2	-2.0	-4.7	-2.3
Taxa de câmbio real	112.9	126.0	154.0	176.2	158.6
Taxa de juros real	35.7	6.7	15.8	59.2	24.8
Dívida	7.4	9.4	12.1	15.7	17.3

Fonte: Le Fort (1985)

<b>Tabela12</b>						
<b>Indicadores Macroeconômicos – Chile</b>						
	PIB%	Inflação %	Déficit Fiscal	Taxa câmbio real	Conta corrente	Reserva Int'l
1979	8.28	33.33	-4.8	140.2	-5.72	1,938
1980	7.78	33.33	-5.5	169.9	-7.15	3,123
1981	5.53	18.75	-0.8	175.1	-14.49	3,213
1982	-14.09	10.53	3.4	134.8	-9.48	1,815
1983	-0.73	23.81	2.8	144.9	-5.65	2,036

Fonte: IFS, J.P.Morgan

<b>Tabela13</b>						
<b>Indicadores Macroeconômicos – México</b>						
	PIB%	Inflação %	Déficit Fiscal	Taxa câmbio real	Conta corrente	Reserva Int'l
1991	4.17	22.70	-2.90	103.8	-5.13	17,726
1992	3.59	15.48	-2.90	111.6	-7.31	18,942
1993	2.00	9.74	-2.10	120.8	-5.81	25,110
1994	4.44	6.95	-0.50	97.7	-6.98	6,278
1995	-6.13	35.00		101.7	-0,23	16,847

Fonte: IFS, J.P.Morgan

<b>Tabela14</b>					
<b>Fluxo de Capitais Privados (percentual do PIB)</b>					
Chile			México		
	Total	Não FDI		Total	Não FDI
1980	12.3	11.5	1992	7.5	6.2
1981	14.9	13.7	1993	8.0	6.8
1982	4.1	2.4	1994	3.1	0.2
1983	5.6	4.9	1995	0.4	-3.5

Fonte: Banco Mundial

<b>Tabela15</b>			
<b>M2 (percentual das Reservas)</b>			
	Chile		México
1979	2.39	1991	4.60
1980	2.29	1992	5.16
1981	2.87	1993	4.43
1982	5.24	1994	19.90
1983	3.67	1995	5.20

Fonte: Banco Mundial

<b>Tabela16</b>			
<b>Empréstimos não pagos (percentual do total)</b>			
	Chile		México
1980	0.9	1993	7.3
1981	2.4	1994	9.0
1982	8.2	1995	12.3
1983	18.7	1996	12.0

Fonte: Banco de Mexico

