

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA FINAL DE CURSO**

**CRISES CAMBIAIS: UMA COMPARAÇÃO ENTRE MÉXICO - 1994, ÁSIA - 1997  
E BRASIL - 1999.**

**Pedro Capobianco Gibbon**

**Nº de matrícula. 9615401-6**

**Orientador: Paulo Levy**

**Julho de 2000**

**“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”.**

---

**Pedro Capobianco Gibbon**

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.**

**“Gostaria de agradecer a Virgílio H. S. Gibbon, Marilena C. Gibbon, Virgílio Deloy C. Gibbon, João Henrique C. Gibbon, Maria C. Gibbon, Fernando C. Gibbon, Tatiana Cordeiro Pereira, Professor Paulo Levy e ao Professor Marcio Garcia pelo carinho e cooperação, sem os quais não seria possível a realização deste trabalho”.**

**ÍNDICE:**

<b>I.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>6</b>
<b>II.</b>	<b>DEBATE SOBRE O TIPO DE CÂMBIO</b>	<b>8</b>
<b>III.I.</b>	<b>A CRISE DO MÉXICO EM 94</b>	<b>11</b>
<b>III.II.</b>	<b>DADOS SOBRE O MÉXICO</b>	<b>16</b>
<b>IV.I.</b>	<b>CRISE DA ÁSIA EM 97</b>	<b>18</b>
<b>IV.II.</b>	<b>DADOS DOS PAÍSES ASIÁTICOS</b>	<b>23</b>
<b>IV.III.</b>	<b>CAUSAS DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA NA ÁSIA</b>	<b>30</b>
<b>IV.IV.</b>	<b>A PERDA DE CONFIANÇA NA ÀSIA</b>	<b>32</b>
<b>V.I.</b>	<b>A CRISE CAMBIAL NO BRASIL</b>	<b>33</b>
<b>V.II.</b>	<b>DADOS SOBRE O BRASIL</b>	<b>40</b>
<b>VI.</b>	<b>COMPARAÇÕES DE DADOS ENTRE AS CRISES</b>	<b>43</b>
<b>VI.II.</b>	<b>DADOS COMPARATIVOS</b>	<b>45</b>

**VII. CONCLUSÃO SOBRE AS CRISES CAMBIAIS \_\_\_\_\_ 50**

**VIII. BIBLIOGRAFIA \_\_\_\_\_ 55**

## I - INTRODUÇÃO

O interesse despertado por este tema teve origem nos recentes acontecimentos na economia mundial, que levaram diversos países a crises de diferentes magnitudes. Este estudo tem o objetivo de mostrar as características peculiares de cada país, a fim de elucidar os pontos que podem ser apontados como as causas das diferenças termos de taxas de crescimento do PIB e de inflação nas desvalorizações cambiais ocorridas no México em 1994, na Ásia 1997 e no Brasil 1999.

Para tanto, o estudo analisará variáveis macroeconômicas de cada país, a fim de mostrar as diferenças estruturais e conjunturais que resultaram nos diferentes impactos em termos de quedas no PIB e do crescimento das taxas de inflação em diversos países.

Dentre as variáveis relevantes com relação às crises cambiais, o estudo analisará: as taxas de inflação (antes e depois da crise), as taxas de crescimento do PIB (antes e depois de crise), o grau de alavancagem dos bancos, a apreciação cambial, o déficit em conta corrente (que ligado a uma apreciação cambial pode ser desastroso), grau de endividamento, o nível de reservas internacionais (os economistas<sup>1</sup> consideram mais importante considerar o fator M2/reservas internacionais como uma medida de vulnerabilidade<sup>2</sup>), o déficit fiscal, o prazo das obrigações de pagamentos externos (porcentagem do pagamentos de capitais de curto prazo/total de influxos de capitais).

---

<sup>1</sup> Entre eles Jeffrey Sachs, Aaron Tornell, Andres Velasco e Robert Chang

<sup>2</sup> A explicação, do porque se considera este fator(M2/reservas) como mais apropriado na medida de vulnerabilidade internacional, será elucidado no decorrer do texto.

A monografia será desenvolvida a partir de uma análise de cada país/região, observando suas próprias características. O estudo será feito de acordo com a ordem cronológica dos acontecimentos, ou seja, primeiramente estudaremos o caso do México, depois da Ásia, e, por último, do Brasil. Após este apanhado geral dos diversos países, o estudo será concluído fazendo uma comparação das principais variáveis macroeconômicas de cada país.

## II - DEBATE SOBRE O TIPO DE CÂMBIO

Com a crescente integração dos mercados devido à globalização, a sustentabilidade de regimes de câmbio fixo tornou-se muito difícil em diversas economias. Os governos, para manterem as paridades de suas moedas, tinham que possuir um grande estoque de reservas para enfrentar as freqüentes crises de desconfiança do mercado mundial. Com isto surgia o debate sobre qual o regime de câmbio mais adequado para os diversos países, se o câmbio fixo, o flutuante ou o de bandas cambiais (que foi utilizado pelo Brasil entre abril de 1995 e janeiro de 1999, sendo abandonado após um forte ataque contra o Real). Os países estudados (México; Ásia- 97: Korea, Filipinas, Tailândia, Indonésia e Malásia; Brasil- 99), que sofreram ataques especulativos contra suas moedas, possuíam câmbios fixos ou semi - fixos em relação às outras moedas mais fortes (Dólar ou Yen). No meio deste debate tinha-se medo de se desvalorizar o câmbio, que pode ser explicado pelas seguintes razões: temia-se que, na transição do câmbio fixo para o flutuante, surgissem pressões inflacionarias; o problema de credibilidade(implícito ao câmbio fixo); temia-se também uma grande elevação das dividas dos agentes com obrigações denominadas em moedas externas(muitas vezes o próprio governo). Estas razões faziam com que os países evitassem uma desvalorização cambial, mesmo sabendo que suas moedas estavam sobrevalorizadas.

Quando se tem uma moeda sobrevalorizada, devido ao grande influxo de capitais, ocorre um impacto negativo na balança comercial, que se torna deficitária, o que faz com que seja de extrema importância a manutenção de um fluxo positivo de capitais externos, para equilibrar o balanço de pagamentos. Para atrair estes capitais pode se fazer necessária



uma elevação das taxas de juros, o que pode ser extremamente nocivo para a economia dependendo da liquidez do sistema financeiro e do grau de alavancagem das corporações, além dos efeitos na queda da atividade econômica e no aumento o nível de desemprego.

Vale ressaltar que para se ter um ataque especulativo a uma moeda, é preciso que ela tenha uma paridade fixa ou limites de variações previamente definidos em relação a outra mais forte (dólar). Para adotar esta paridade, o governo precisa ter um nível de reservas internacionais suficientemente grande para ofertar moeda externa caso tenha um aumento na demanda por divisas. O país torna-se uma vítima potencial de um ataque especulativo quando ocorre desconfiança de que a paridade não pode ser sustentada, devido a problemas macroeconômicos, como déficit na balança comercial, grande dívida pública, apreciação cambial, entre outros. O ataque se inicia com a compra de dólar futuro a descoberto (ou de outro modo, venda de moeda nacional a descoberto) a um prazo pré-determinado, ou seja, o especulador toma emprestado recursos nacionais para comprar dólar futuro e acumula um grande número de contratos. Depois de armada a sua posição, o especulador começa a fazer declarações sobre a não sustentabilidade de taxa de câmbio, a fim de, com isto, iniciar uma corrida à moeda externa que obrigará o banco central a desvalorizar a moeda. Vale lembrar que pode haver uma crise cambial, caso não ocorra a rolagem dos vencimentos de compromissos externos, sem que tenha havido ataque especulativo.

O Banco central pode aumentar a taxa de juros, para evitar o ataque, pois encarece o carregamento de posições especulativas, mas como já foi explicado, isto depende das circunstâncias de cada país, pois pode ter sérias conseqüências para a economia.

### III - CRISE DO MÉXICO EM 94

O México apresentava um expressivo crescimento no início da década de 90 com uma inflação declinante. No plano fiscal, o México teve superávits operacionais em todos os anos que precederam a crise de 1994. As entradas de capitais eram muito grandes em relação à porcentagem do PIB, em torno de 6,7% do PIB Mexicano. Estas grandes entradas de capitais levaram a uma apreciação real do câmbio. As estimativas de apreciação variavam muito mas o consenso resultante era que a apreciação acumulada devia girar em torno de 15%-20% entre 1988 e 1993. Em consequência disso, a balança comercial alcançava déficits significativos: 7% do PIB Mexicano em 94. Mesmo com estes índices de déficit e de apreciação cambial, os fluxos de capitais se mantinham intensos, apesar do pequeno spread da taxa de juros<sup>3</sup>.

O México fez um programa de liberalização e reforma que começou em 83. A consolidação fiscal que o México fez nos anos 80 só começou a ter êxito depois de um grande programa de estabilização, congelamento de preços, salários, e taxa de câmbio apoiados em diversos acordos entre o Governo, sindicatos e empresários. Houve uma liberalização do sistema financeiro e privatizações de diversos bancos. Esta grande liberalização culminou com a assinatura do NAFTA.

O mercado financeiro sofreu uma grande expansão devido à liberalização financeira e à intermediação da entrada de capitais. As reservas compulsórias foram diminuídas, as regulações em torno do capital externo foram relaxadas, as diferenças entre bancos e outras

---

<sup>3</sup> Estes dados podem ser observados na tabela 1 e 3.

instituições financeiras foram mudadas. Enfim, houve uma liberalização financeira que levou a um grande aumento do crédito.

O fluxo de capitais começou no fim dos anos 80 e continuou crescendo até antes da crise de 94. Entre os fatores que levaram ao aumento desses influxos, podem ser citados: a esterilização parcial dos influxos de capitais através de vendas de títulos do governo, pois o governo mantinha os spreads das taxas de juros internas e externas elevados, fazendo com que houvesse uma demanda pelos seus títulos; quedas nas reservas compulsórias em depósitos em pesos (apenas depósitos em dólares eram submetidos à 15% de reservas compulsórias<sup>4</sup>); estabilidade da taxa de câmbio fixa até janeiro de 89, quando se criou o sistema de bandas cambiais, onde ele definia uma fórmula para o limite da banda superior que iria aumentando gradualmente; privatizações bancárias e liberalizações financeiras<sup>5</sup>; a consolidação fiscal, fazendo com que o déficit operacional fiscal de 82 se transformasse em superávit de 1.8% do PIB em 90<sup>6</sup> e a independência do Banco Central nos anos 90.

Um grande problema do México, e de outros países que entraram em crise (Ásia), foi o “boom” financeiro, que significou um aumento no nível dos compromissos externos dos bancos. Em outras palavras, os bancos estavam obtendo recursos externos, denominados em moedas estrangeiras, e fornecendo crédito em moeda doméstica. Portanto, os bancos estavam muito expostos a mudanças cambiais. Com o câmbio fixo, este tipo de operação não fornece risco, entretanto quando as crises cambiais começam a se desenhar,

---

<sup>4</sup> Este tratamento ao capital externo surgiu em abril de 92, quando foi imposto que as obrigações em dólar adquiridas pelas instituições, tinham que ser investidos em ativos líquidos de mesma denominação.

<sup>5</sup> Em abril de 92 institui-se que os bancos não poderiam ter obrigações em moedas estrangeiras que ultrapassassem 10% do seu capital.

estas operações se tornam extremamente arriscadas. O Banco Central pode atuar como emprestador de última instância, em moeda nacional, porém não pode fazer isto indefinidamente em moeda externa, pois está limitado à quantidade de reservas internacionais.

Outro problema no México, era a grande proporção de capitais de curto prazo, em relação ao total de influxos no país. O que pode ser observado na tabela 3, pelos índices Non FDI<sup>6</sup>, que é uma boa aproximação do movimento de “hot money”, capitais de curto prazo, entre os mercados. Segundo Sachs, Velasco e Tornell (1996), o aumento da dívida mexicana se deve, ao fato do Banco do México ter feito esterilizações do capital entrante<sup>6</sup>, e não aos déficits fiscais. Caso o México não esterilizasse implicava em adquirir os dólares dos investidores estrangeiros (a fim de impedir que o câmbio apreciasse além do limite inferior da banda), imprimindo pesos, isto faria com que houvesse uma redução da taxa de juros.

A falta de habilidade do governo mexicano em fazer a rolagem da dívida de curto prazo, foi uma das causas principais da crise de 94.

Como já foi dito, a medida de vulnerabilidade utilizada para analisar as posições do México e das demais nações em relação a sua capacidade de ter ativos para lutar contra uma desvalorização, foi a razão M2/reservas internacionais<sup>6</sup>. Esta é uma medida melhor, pois, caso ocorra uma corrida bancária, o Banco Central pode aumentar o crédito, para evitar uma falta de liquidez, que levaria a uma quebra do sistema bancário. Este aumento de

---

<sup>6</sup> A partir desta data o superávit fiscal voltou a cair chegando em torno 0,5% PIB em 94.

crédito é mostrado na evolução de M2. Um grande aumento pode ter um efeito negativo, sobre as reservas, caso as pessoas desconfiem da possibilidade de uma desvalorização. Na verdade, passam a comprar moeda externa para se proteger da desvalorização, fazendo com que o nível de reserva caia. Portanto o Banco Central está sujeito a pressões internas e externas (caso os investidores externos decidam retirar seus recursos do país, temendo uma desvalorização). Logo, com a medida M2/reservas, é possível capturar a verdadeira situação dos países em relação à uma potencial desvalorização da moeda. Isto porque, esta medida analisa através de M2, o potencial de pressão interna que pode ocorrer, caso os agentes domésticos desconfiem da possibilidade de uma desvalorização, e, também, ao analisar as reservas, se observa o tamanho do escudo que o país possui para enfrentar a desconfiança de investidores tanto internos quanto externos em relação a sustentabilidade do câmbio. Portanto, quanto maior a razão M2/reservas, mais vulnerável esta o país aos ataques especulativos e, por isso, menor será sua liquidez para lutar contra uma desvalorização. Pode-se observar analisando a tabela 5, que o grau de vulnerabilidade(M2/Reservas) Mexicana estava aumentando muito ao se aproximar da crise financeira.

O México, na sua luta para não permitir a desvalorização perdeu US\$ 30 bilhões em reservas internacionais, mesmo assim acabou sendo forçado a desvalorizar em dezembro de 94.

Com a desvalorização, houve uma crise no sistema financeiro. As corridas bancárias, foram evitadas devido a garantia dos depósitos por parte do Governo. O que ocorreu foi uma corrida contra a dívida do Governo mexicano, com a não rolagem das

dívidas vencidas. Houve uma grande queda no mercado acionário, que mesmo após uma recuperação, em abril de 95, ainda estava 55% abaixo do nível de novembro de 94. O mercado de Brady caiu 18% no mesmo período.

O México, não apresentava uma grande alavancagem no sistema financeiro em comparação aos índices Asiáticos. Portanto, poderia ter elevado suas taxa de juros para defender a paridade de sua moeda, como foi feito no Brasil. Porém, a proximidade das eleições, fez com que as pressões políticas contra esta medida recessiva fossem mais fortes, não permitindo uma elevação das taxas de juros<sup>7</sup>.

A desvalorização revelou as péssimas condições financeiras dos bancos nacionais, e também mostrou um grande aumento de dívidas não honradas. Houve uma grande queda no PIB: 6,1% . Mas, após esta queda, a economia apresentou grande recuperação entre 96-97. Um dos principais fatores que permitiram esta rápida recuperação, foi a ajuda dos EUA, que forneceu liquidez, através de um grande pacote de assistência, incluindo fundos do FMI, para prevenir uma moratória das obrigações externas. Portanto, os EUA funcionou como um colchão para o México, pois as grandes taxas de crescimento da economia americana, fizeram com que a queda mexicana, fosse bem menor do que seria, caso os EUA não tivessem intervindo no auxílio deste país.

---

<sup>7</sup> Este fato pode ser observado no Gráfico 7 no final da monografia, quando é mostrado uma comparação entre as taxas reais de juros reais, dos países analisados. Neste gráfico pode-se observar que o México demora em torno de 6 meses para começar a elevar os juros reais.

## DADOS SOBRE O MÉXICO:

**Tabela 1**

	<b>Crescimento do PIB%</b>	<b>Inflação%</b>	<b>Superávit Fiscal</b>	<b>Conta Corrente(%PIB )</b>	<b>Reservas (Milhões de US\$)</b>
1991	4,17	22,70	2,90	-5,13	17726,00
1992	3,59	15,48	2,90	-7,31	18942,00
1993	2,00	9,74	2,10	-5,81	25110,00
1994	4,44	6,95	0,50	-6,98	6278,00
1995	-6,13	35,00	ND	-0,23	16847,00

Fonte: IFS, JP Morgan.

**Tabela 2**

	<b>Crédito Para o Setor Privado % do PIB</b>
1991	26,13
1992	32,67
1993	33,51
1994	41,47
1995	30,44

**Tabela 3**

	<b>Entradas de capital % do PIB</b>	
	<b>Total</b>	<b>Non FDI</b>
1992	7,50	6,20
1993	8,00	6,80
1994	3,10	0,20
1995	0,40	-3,50

Fontes: IFS, JP Morgan, Banco Mundial.

**Tabela 4**

	<b>Taxa de Juros em %</b>
1994	25,00
1995	46,00
1996	27,30
1997	18,70
1998	30,30
1999	16,40
2000	14,60

Fonte: Banco Prosper



**Tabela 5**

	<b>M2/Reservas</b>
-10,00	<b>24,45</b>
-9,00	<b>22,86</b>
-8,00	<b>26,10</b>
-7,00	<b>37,73</b>
-6,00	<b>38,76</b>
-5,00	<b>42,32</b>
-4,00	<b>42,31</b>
-3,00	<b>42,42</b>
-2,00	<b>46,16</b>
-1,00	<b>44,14</b>
0,00	<b>60,25</b>
1,00	<b>128,59</b>
2,00	<b>181,46</b>
3,00	<b>85,63</b>
4,00	<b>128,02</b>
5,00	<b>100,64</b>
6,00	<b>84,97</b>
7,00	<b>94,16</b>
8,00	<b>68,30</b>
9,00	<b>60,38</b>
10,00	<b>59,74</b>

**Fonte IFS (T0=Desvalorização)**

#### IV-I - CRISE DA ÁSIA EM 97

A crise financeira ocorrida na Ásia (Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coréia do Sul) na segunda metade de 1997, expôs a fragilidade do sistema financeiro mundial com a crescente globalização. A crise se mostrou, principalmente, como uma crise cambial, onde os investidores passaram a desconfiar da sustentabilidade do câmbio fixo nos países asiáticos<sup>8</sup>. Os dados macroeconômicos das economias asiáticas podem ser observados nas tabelas abaixo, que mostram medidas de: níveis de reservas internacionais; variação dos compromissos denominados em moedas externas; déficit em conta corrente; variação do câmbio real e variação das dívidas de curto prazo.

As principais razões desta crise, foram o grande volume de empréstimos tomados pelo setor privado, denominados tanto em moedas estrangeiras como em moedas nacionais, pois a alavancagem excessiva gera uma fragilidade do sistema financeiro, independente do tipo de passivo (em moeda externa ou interna). Caso os investidores achem que o Banco Central acomodará a fragilidade do sistema financeiro através da expansão monetária, podem passar a desconfiar da sustentabilidade do regime de câmbio e com isso gerar uma crise cambial.

---

<sup>8</sup> Esta crise, teve conseqüências em outras regiões, principalmente nos países emergentes, pois existe uma grande correlação, segundo os investidores, entre os investimentos nestes países. O fato de que, ao comporem suas carteiras de investimento, os investidores internacionais (em geral, grandes fundos de pensão) enxergam os países emergentes como um bloco ao qual alocam parcela de seu portfólio destinada a investimentos de alto risco/alto retorno. A crise num país detona fuga de todos os demais. Alternativamente, a crise num país leva os investidores a se desfazerem de posições em outros países emergentes ainda não afetados por crise como forma de compensar o prejuízo.

Estes significativos volumes de empréstimos, fizeram com que houvesse uma necessidade de liquidez, para honrar estes compromissos. Tal liquidez, entretanto, não estava disponível para estes mercados, pois os investidores estavam desconfiados da sustentabilidade do câmbio. A política de câmbio fixo, aliada a uma apreciação cambial deteriorava a balança comercial, gerando grandes déficits em conta corrente, também contribuiu para à crise. Além desse fatores, tinha-se também, a fragilidade do sistema bancário, que devido à falta de fiscalização, era altamente alavancado e extremamente vulnerável às variações cambiais. Estes foram os principais ingredientes que causaram a crise asiática.

A expansão das economias nos anos de 94 e 95, fizeram com que as empresas aumentassem suas produções. Para tal elas aumentaram o nível de endividamento, estes empréstimos eram garantido por políticas governamentais. Estes empréstimos garantidos, originavam problemas de "Moral Hazard"<sup>9</sup>, pois as instituições com tais empréstimos, não tinham motivação para fazer um policiamento quanto ao tipo de investimento que colocavam estes recursos, pois eram garantidos pelo governo, logo houve uma grande expansão do crédito. Estes intermediários financeiros(que possuíam empréstimos garantidos), se sujeitavam a excessivos riscos nos empréstimos e em grandes volumes, a concessão de grandes volumes de empréstimos causou uma inflação nos preços dos ativos(principalmente mercado imobiliário). Esta elevação anormal dos preços dos ativos era auto alimentada pelo excesso de empréstimos, pois a grande quantidade de empréstimos fazia com que fosse grande a demanda por ativos que acarretava numa elevação de seus

---

<sup>9</sup> "Moral Hazard" é um termo usado em economia para ilustrar quando se tem um problema de questão moral, que no caso deste contexto, seria que os governos garantiriam os empréstimos mesmo sem ter certeza da possibilidade do cumprimento do pagamento por parte do devedor de sua dívida.

preços, gerando lucro para os que já possuíam o ativo. Esta bolha, dos preços dos ativos sobrevalorizados, irá estourar junto com a crise. O ajustamento de preços dos ativos foi sem dúvida um dos responsáveis pela recessão nos países asiático, fazendo com que houvesse uma queda significativa do PIB em todos eles. Portanto o sistema financeiro evoluiu sem que houvesse uma regulação adequada. Isto acabou levando à uma grande alavancagem das economias asiáticas.

Com a diminuição do crescimento econômico, as empresas que se endividaram apostando numa continuidade do desenvolvimento econômico, passaram a ter problemas para saldar suas dívidas. Isto levou a um acúmulo de empréstimos problemáticos no sistema bancário. Por razões políticas se evitava aumentar a fiscalização que levaria a resolução deste problema.

As taxas de inflação dos países asiáticos, eram maiores que a do EUA<sup>10</sup>. Portanto, como o dólar estava se valorizando frente ao Yen, a valorização das moedas dos países asiáticos frente ao Japão era ainda maior, isto quer dizer que a taxa efetiva destes países tinha sofrido um valorização. Isto foi extremamente ruim para estas economias pois o Japão era um mercado do qual estas economias dependiam muito. Esta valorização levou a um grande desequilíbrio das contas externas destes países. Tais desequilíbrios eram financiados com capitais externos, que mesmo com as políticas de câmbio fixo, não se protegiam contra uma desvalorização cambial (unhedged).

---

<sup>10</sup> Como já foi dito estes países possuíam câmbio fixo frente ao dólar.

A situação de recessão no Japão serviu para exacerbar a crise da Ásia. Esta situação teve início na década de 1980, quando houve um grande crescimento alimentado por uma dose grande de investimentos. Este crescimento acabou provocando uma grande massa de especulação nos mercados acionário e imobiliário (setores não produtivos). Este fenômeno ficou conhecido como uma bolha de ativos (ativos não produtivos a preços altamente inflacionados). Em 1990 e 1991, preocupado com o aumento exagerado dos preços das ações e imóveis, o governo do Japão elevou as taxas de juros, provocando assim um colapso dos preços destes ativos (a bolha estourou). Este tipo de medida foi bastante recessiva, e o governo japonês tentou reestimular a economia com obras e serviços públicos. Mas este é um setor dispendioso e ineficiente, e tal medida não surtiu o efeito desejado. Com medo de que os pacotes fiscais provocassem aumento da inflação, o governo adotou medidas monetárias muito apertadas. Em 1995, a inflação estava abaixando mais rapidamente e mesmo com uma diminuição das taxas de juros (nominais), os juros reais estavam aumentando. Durante o triênio 1993-1995, a economia japonesa estagnou, e em 1998 se encontrava em recessão.

Em Roubini 1996, é feita uma análise pormenorizada da crise econômica japonesa. Os problemas macroeconômicos detectados são: pequeno crescimento e recessão; problemas fiscais sérios (déficits orçamentários crescentes, alto índice da dívida pública em relação ao PIB, problemas com a previdência pública a longo prazo para uma população que está envelhecendo); condições fracas de mercado de trabalho; diminuição dos saldos da balança comercial e das contas correntes; enfraquecimento do iene, e políticas monetária e fiscal fracas. Neste artigo o autor é favorável a visão americana sobre esta crise. Ele mostra como causas da crise: A) Um sistema social valorizando mais a coesão social e metas

coletivas do que a busca individualista da riqueza; B) Um sistema social que valoriza mais a cooperação do que a competição agressiva; C) Um sistema social que dá mais valor a aversão ao risco conservadora do que tomada de decisões agressivamente arriscadas; D) estrutura de mercado oligopolista; E) Mercado muito regulamentado; F) Protecionismo; G) Sistema de emprego vitalício; H) Sistema corporativo baseado no "keiretsu" e não em grandes aquisições e fusões; I) Modelo de pesquisa e desenvolvimento baseado em inovação do processo ao invés do produto; J) Sistema educacional enfatizando valores tradicionais ao invés de incentivar a inovação e criatividade individual. Tal estrutura não funciona mais pois houve uma mudança estrutural na natureza das inovações tecnológicas, em que há um rápido desenvolvimento de novos produtos; e também maior tendência à desregulamentação dos mercados, e à reestruturação das corporações. Neste Artigo o autor propõe as seguintes propostas para sair da crise: A liberalização dos mercados financeiros; A desregulamentação e incentivo à competição nos mercados domésticos; As reformas administrativas e políticas; e reforma educacional (incentivo à pesquisa básica nas universidades, e à criatividade individual).

Feito este apanhado da crise asiática, será feito agora, a análise dos dados relevantes de cada país.

## IV – II – DADOS DOS PAÍSES ASIÁTICOS

**Tabela 6**

	<b>Crescimento Real do PIB</b>		<b>Inflação</b>		<b>Superávit Orçamentário</b>	
	%		%		%	
	Media de 90-96	1996	Media de 90-96	1996	Media de 90-96	1996
Indonesia	7,3	8	8,6	6,4	-0,2	0
Korea	7,7	7,1	6,4	4,9	-0,5	0,2
Malásia	8,8	8,6	4	3,6	-0,4	-0,5
Filipinas	2,8	5,7	10,7	8,4	-2,2	-0,5
Tailândia	8,5	5,5	5,1	5,9	2,6	-1,5

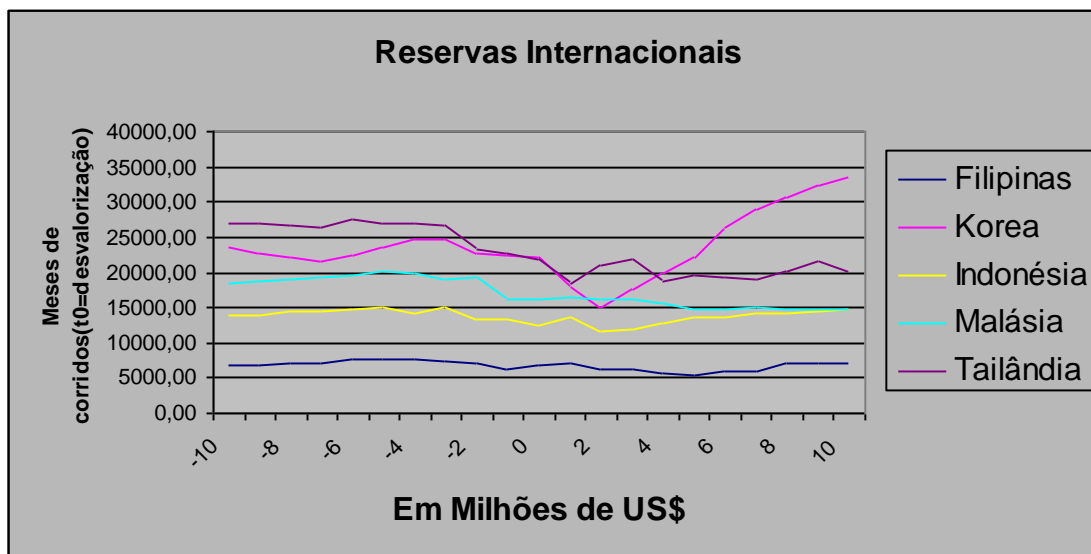
	<b>Poupança/PIB</b>		<b>Investimento/PIB</b>	
	%		%	
	Média de 90-96	1996	Média de 90-96	1996
Indonesia	28,4	30,6	33,4	32,7
Korea	35,4	33,9	36,5	36,8
Malásia	34,6	40,6	37	42,2
Filipinas	19,1	22,7	22,5	23,9
Tailândia	28,6	31,5	40,3	42,5

Fontes: FMI, JP Morgan

**Tabela 7**

	<b>Dívida do Setor Público</b>				
	<b>%PIB</b>				
	Indonesia	Korea	Malásia	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	50,1	56,8	5,8
1995	30,9	9	42,8	ND	4,7
1996	24,1	8,6	ND	ND	3,7

Fonte: Banco Mundial

**Gráfico 1 :****Fonte: IFS****Tabela 8**

	<b>Superávit em conta corrente, % do PIB</b>				
	Indonesia	Korea	Malásia	Filipinas	Tailândia
1990	-2,8	-0,9	-1,9	-6,1	-8,5
1991	-3,7	-3	-8,5	-2,3	-7,7
1992	-2,2	-1,5	-3,4	-1,9	-5,9
1993	-1,2	0,1	-4,2	-5,5	-5,3
1994	-1,4	-1,2	-5,7	-4,8	-8,1
1995	-3,2	-2	-7,7	-2,6	-7,6
1996	-3,3	-4,8	-6,5	-3,5	-7,5

**Fonte: FMI**



**Tabela 9**

<b>Dívida Externa/exportação</b>				
	<b>Indonesia</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>
<b>1990</b>	<b>2,34</b>	<b>0,44</b>	<b>2,3</b>	<b>0,9</b>
<b>1991</b>	<b>2,37</b>	<b>0,43</b>	<b>2,19</b>	<b>1</b>
<b>1992</b>	<b>2,3</b>	<b>0,43</b>	<b>1,87</b>	<b>0,97</b>
<b>1993</b>	<b>2,13</b>	<b>0,48</b>	<b>1,87</b>	<b>1,06</b>
<b>1994</b>	<b>2,32</b>	<b>0,43</b>	<b>1,63</b>	<b>1,12</b>
<b>1995</b>	<b>2,34</b>	<b>0,4</b>	<b>1,19</b>	<b>1,12</b>
<b>1996</b>	<b>2,21</b>	<b>0,42</b>	<b>0,98</b>	<b>1,21</b>

Fonte: Global Development 1998, Banco Mundial

**Tabela 10****Dívida de Curto Prazo vs Reservas**

<b>Dívida de Curto Prazo (milhões de US\$)</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>10360</b>	<b>15528</b>	<b>1761</b>	<b>3019</b>	<b>7026</b>	<b>37694</b>
<b>Jun/94</b>	<b>18882</b>	<b>34908</b>	<b>8203</b>	<b>2646</b>	<b>27151</b>	<b>91790</b>
<b>Jun/97</b>	<b>34661</b>	<b>70182</b>	<b>16268</b>	<b>8293</b>	<b>45567</b>	<b>174971</b>
<b>Reservas internacionais(milhões de US\$)</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>4693</b>	<b>14642</b>	<b>8114</b>	<b>948</b>	<b>11882</b>	<b>40279</b>
<b>Jun/94</b>	<b>10915</b>	<b>21684</b>	<b>32608</b>	<b>6527</b>	<b>27375</b>	<b>99109</b>
<b>Jun/97</b>	<b>20336</b>	<b>34069</b>	<b>26586</b>	<b>9781</b>	<b>31361</b>	<b>122133</b>
<b>Razão Dívida/Reservas</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>2,208</b>	<b>1,061</b>	<b>0,217</b>	<b>3,185</b>	<b>0,591</b>	<b>0,936</b>
<b>Jun/94</b>	<b>1,73</b>	<b>1,61</b>	<b>0,252</b>	<b>0,405</b>	<b>0,992</b>	<b>0,926</b>
<b>Jun/97</b>	<b>1,704</b>	<b>2,06</b>	<b>0,612</b>	<b>0,848</b>	<b>1,453</b>	<b>1,433</b>

Fontes: BIS, FMI

**Tabela 11**

<b>M2/Reservas internacionais</b>					
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>
<b>1990</b>	<b>6,16</b>	<b>6,48</b>	<b>2,91</b>	<b>16,33</b>	<b>4,49</b>
<b>1991</b>	<b>5,51</b>	<b>8,33</b>	<b>2,99</b>	<b>4,82</b>	<b>4,1</b>
<b>1992</b>	<b>5,61</b>	<b>7,2</b>	<b>2,64</b>	<b>4,35</b>	<b>4,1</b>
<b>1993</b>	<b>6,09</b>	<b>6,91</b>	<b>2,09</b>	<b>4,9</b>	<b>4,05</b>
<b>1994</b>	<b>6,55</b>	<b>6,45</b>	<b>2,47</b>	<b>4,86</b>	<b>3,84</b>
<b>1995</b>	<b>7,09</b>	<b>6,11</b>	<b>3,33</b>	<b>5,86</b>	<b>3,69</b>
<b>1996</b>	<b>6,5</b>	<b>6,51</b>	<b>3,34</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>

Fonte: FMI

**Tabela 12****Divida de Curto Prazo vs Divida total**

<b>Dívida Total (em Milhões de US\$)</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>20076</b>	<b>23369</b>	<b>6864</b>	<b>9055</b>	<b>11675</b>	<b>71039</b>
<b>Jun/94</b>	<b>30902</b>	<b>48132</b>	<b>13874</b>	<b>5990</b>	<b>36545</b>	<b>135443</b>
<b>Jun/97</b>	<b>58726</b>	<b>103432</b>	<b>28820</b>	<b>14115</b>	<b>69382</b>	<b>274475</b>
<b>Dívida de Curto Prazo</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>10360</b>	<b>15528</b>	<b>1761</b>	<b>3019</b>	<b>7026</b>	<b>37694</b>
<b>Jun/94</b>	<b>18882</b>	<b>34908</b>	<b>8203</b>	<b>2646</b>	<b>27151</b>	<b>91790</b>
<b>Jun/97</b>	<b>34661</b>	<b>70182</b>	<b>16268</b>	<b>8293</b>	<b>45567</b>	<b>174971</b>
<b>%divida de Curto Prazo Em relação ao Total</b>						
	<b>Indonesia</b>	<b>Korea</b>	<b>Malásia</b>	<b>Filipinas</b>	<b>Tailândia</b>	<b>Total</b>
<b>Jun/90</b>	<b>51,60</b>	<b>66,45</b>	<b>25,66</b>	<b>33,34</b>	<b>60,18</b>	<b>53,06</b>
<b>Jun/94</b>	<b>61,10</b>	<b>72,53</b>	<b>59,12</b>	<b>44,17</b>	<b>74,29</b>	<b>67,77</b>
<b>Jun/97</b>	<b>59,02</b>	<b>67,85</b>	<b>56,45</b>	<b>58,75</b>	<b>65,68</b>	<b>63,75</b>

Fonte: Banco de Compensações Internacionais

Através da tabela 6 pode-se observar, que a inflação nos países asiáticos se mantinha abaixo de 10% sem tendência a aumentar. Em relação às taxas de crescimento, pode-se notar que eram bastantes significativas..

Outro fator a ser ressaltado nos dados, é que o índice de investimentos nestes países era maior do que as taxas de poupanças, levando a contas correntes deficitárias, como mostram as tabelas 6 e 8. O nível de dívida externa era moderado em todos os países analisados. Na Ásia as taxas de retornos dos investimentos começaram a cair e como as empresas eram muito endividadas pois o investimento era maior que a taxa de poupança, com a queda da rentabilidade as empresas não conseguiram continuar pagando suas dívidas, este ponto também pode ser apontado como uma das causas das crise.

A tabela 7 nos fornece os dados da dívida do setor público, a Malásia e Filipinas tinham os maiores índices de endividamento do setor público, contudo ao primeiro estava num processo de redução da dívida no período pré-crise, enquanto o segundo não tinha uma tendência definida. A Indonésia também tinha um grande nível de dívida pública, mas também apresentava uma tendência de queda. A Korea e a Tailândia possuíam níveis baixo de dívida pública e com tendência de queda.

No gráfico 1, é ilustrado a evolução das reservas internacionais nestes países, podemos notar que as maiores perdas de reservas foram arcadas por parte da Korea e Tailândia, se mantendo praticamente estável na Malásia e Indonésia.

A tabela 9 nos fornece um dado de extrema importância para se analisar a capacidade de pagamento da dívida dos países. Pode-se observar, que tal dado, permaneceu praticamente constante na Indonésia e Malásia, e que apresentou um queda significativa nas Filipinas e um aumento na Tailândia. Isto quer dizer, que apenas neste último país, houve uma deterioração na capacidade de pagamento da dívida enquanto as Filipinas teve uma melhora e os demais permaneceram praticamente constantes no período pré-crise.

Através da análise da tabela 10, nota-se um aumento da relação dívida/reservas, mostrando que a liquidez do sistema asiático estava se deteriorando antes da crise. Excetuando a Indonésia, onde a razão se manteve constante, os demais tiveram significativos aumentos (Korea, Malásia e Tailândia). Filipinas teve uma queda, mas isto se deveu a um caso particular, pois, ocorreu uma reforma em 91 das dívidas do tipo “Brady”. A fragilidade da situação financeira ainda foi aumentada pelo aumento das dívidas de curto prazo. Portanto, existe uma grande evidência de que os compromissos externos financeiros estavam crescendo mais rápido do que a liquidez dos ativos internacionais<sup>11</sup>, fazendo uma deterioração da liquidez dos 5 países.

A evolução da razão M2/reservas é ilustrada na tabela 11. Um aumento nesta razão se mostra consistente com a hipótese do aumento de vulnerabilidade no mercado asiático. Através da análise desta tabela observa-se que as razões são crescentes, exceto para a Tailândia, cujo a situação esta refletindo aspectos específicos das instituições financeiras. Vale lembrar que como o câmbio nestes países era fixo, aumentos no volume de depósitos

---

<sup>11</sup> Isto segundo Velasco e Chang- 1996, levou a uma perda de confiança dos investidores que desencadeou a crise.

em moedas correntes |deveriam ser acompanhados por aumentos no volume de reservas, a fim de manter a paridade da taxa de câmbio. Como pode-se observar, isto não estava ocorrendo, e acabou forçando (aliado a outros fatores) a abandonar o sistema de câmbio fixo.

O colapso do sistema financeiro na Ásia, acarretou diversas falências bancárias, pois muitas instituições financeiras não conseguiram honrar seus compromissos da dívida de curto prazo. A Korea e a Tailândia conseguiram evitar a moratória porque fizeram um remanejamento de obrigações|, alongando os prazos. Nestes países os próprios governos procuraram os credores para negociar o refinanciamento das dívidas, enquanto a Indonésia, foi obrigada a decretar moratória do serviço da dívida do seu setor corporativo em janeiro de 98.

Os bancos que resistiram sofreram grandes perdas devido ao aumento dos índices de inadimplência e de perdas de capital causado pela desvalorização. Eles foram obrigados a vender ativos e diminuir o volume de empréstimos para se adequar aos índices exigidos pelo FMI, que fez um plano de ajuda financeira a estes países.

A política monetária, Segundo Roubini, Corsetti e Pesenti -1998, era frouxa nos países asiáticos, pois em todas as nações analisadas as taxas de juros eram baixas. A Malásia esperou sua moeda desvalorizar 40% até decidir apertar a política fiscal. Em outros países como a Indonésia, a autoridade monetária injetou grandes volumes de recursos em instituições falidas, fazendo com que estes próprios agentes privados, buscassem proteção contra a desvalorização, comprando dólares ou outra moeda externa mais sólida. Logo, ao

proteger o sistema financeiro o Banco central fornece recursos para que se inicie um ataque contra a própria moeda. Portanto, a fragilidade financeira dos bancos fez com que os bancos centrais não aumentassem os juros o suficiente para defender a paridade de suas moedas.

#### **IV – III - CAUSAS DA VULNERABILIDADE FINANCEIRA NA ÁSIA.**

As cinco economias asiáticas estavam muito vulneráveis financeiramente. As causas desta vulnerabilidade podem ser apontadas como: uma grande liberalização financeira antes da crise; um grande aumento das dívidas de curto prazo; um grande aumento das obrigações em moedas externas.

A liberalização financeira nestes países ocorreu em relação a um relaxamento nas taxas de juros e diminuição das reservas compulsórias<sup>12</sup>.

O aumento das dívidas de curto prazo pode ser observado na tabela 12. Este aumento pode ser explicado<sup>13</sup> por algumas razões: a liberalização financeira removeu barreiras que basicamente afetaram apenas os capitais de curto prazo; devido a fatores externos (apreciação do dólar, desvalorização chinesa e estagnação japonesa) as firmas e bancos, por considerarem este choques passageiros, se endividavam apenas no curto prazo. Porém, o período de crise foi maior que o previsto, e expôs a decisão de empréstimos a

---

<sup>12</sup> Os compulsórios foram diminuídos na Indonésia e Malásia entre 88-89 e houve um diminuição das restrições a bancos estrangeiros na Korea e na Tailândia em 91 e 93 respectivamente. Na Korea as taxas de empréstimos foram liberalizadas em 91-93 e os compulsórios passaram de 30% em 90 para 7% em 96.

<sup>13</sup> Segundo Chang e Velasco - 1998

curto prazo; e também questões ligada à oferta internacional de créditos, mostrando que havia uma tendência mundial para um aumento de créditos a curto prazo.

O aumento da dívida em dólar, pode ser explicado pelos seguintes fatores: as regulações dos empréstimos em dólar eram mais brandas<sup>14</sup>; os compulsórios exigidos em moedas externas eram bem menores do que os em moeda local; o grande "spread" da taxa de juros interna e externa fazia com que bancos e firmas procurassem financiamentos externos.

Vale lembrar que, o agente que corre o risco associado ao câmbio, depende se os bancos emprestam em moeda local ou em moeda externa. Caso seja em moeda externa o risco é transferido para o devedor ao invés dos bancos. No câmbio flexível o risco cambial é muito mais exposto para todos do que no câmbio fixo, isto porque neste último, o governo tem um compromisso em honrar a paridade da moeda.

---

<sup>14</sup> Nas Filipinas a taxa do imposto de renda era de 10% sobre a renda de empréstimos denominados em moedas externas, enquanto o de moeda doméstica era de 35% .

#### **IV – IV – DA PERDA DE CONFIANÇA À CRISE**

A corrida para liquidar os créditos quando ocorre uma perda de confiança, se inicia pela hipótese de que o total de compromissos externos seja maior do que os ativos líquidos disponíveis, isto leva os credores a tentar liquidar seus créditos, mas como não existem ativos suficientes, nem todos terão êxito. O governo pode atuar no mercado de câmbio para diminuir o excesso de demanda, porém isto pode levar a exaustão de suas reservas, dependendo do tamanho das mesmas e do excesso de demanda.

Outro fator que inicia a crise, ocorre quando empréstimos são tomados no curto prazo para financiar investimentos menos líquidos. Uma vez verificada tal falha, os credores não terão interesse em renovar seus empréstimos, levando os devedores domésticos a uma situação de iliquidez. Existe também uma relação de auto-alimentação entre os pânico internos e externos. Isto porque os credores externos se recusam a rolar as dívidas caso acreditem que pode haver uma corrida bancária por parte dos depositantes, e o público doméstico pode acreditar que os bancos não conseguirão honrar seus compromissos de curto prazo e acabam por retirar seus fundos dos bancos.

Um fato curioso é que, mesmo depois de terem ocorrido as crises do México 94 e do Chile 82, nas quais os fluxos de capitais continuaram mesmo após a deterioração dos indicadores econômicos e, os "spreads" das taxas de juros não aumentaram o suficiente para evitar a crise, o mesmo se observou na Ásia. Porém com relação aos spreads das taxas de juros, a situação da Ásia era mais sensível, pois as instituições estavam muito alavancadas.



## V - A CRISE CAMBIAL NO BRASIL

O Brasil era um país que apresentava elevadas taxas de inflação e uma economia altamente indexada. O Plano Real em Julho de 1994 obteve inquestionável sucesso em reduzir a inflação. O plano deu início a uma grande indexação de preços, contratos salariais e outros tipos de contratos numa medida denominada URV (Unidade Real de Valor). Esta medida sofria variações diárias em moeda corrente. O seu intuito, era de provocar um reajuste de preços relativos de modo a permitir que os preços dos diversos bens, pudessem ser comparados de forma mais precisa, uma vez que estariam cotados num numerário (URV) que não sofria variação diária. A partir do momento em que todos os preços estavam cotados em URV, e, portanto, não sofriam variação inflacionaria neste referencial, adotou-se a URV como moeda, chamando-a de Real e o câmbio passou a flutuar a partir da paridade de 1R\$/US\$. A estabilidade elevou a demanda por Reais fazendo com que houvesse uma apreciação nominal do câmbio. Este atrelamento ao dólar fez com que a inflação despencasse de 46% em julho de 1994 para 1.5% em setembro de 1994.

A estabilidade de preços fez com que houvesse uma apreciação cambial, pois, a queda da inflação não foi rápida o suficiente para evitar uma apreciação real do câmbio, porque o diferencial da inflação entre o Brasil e os EUA ainda era significativo num primeiro momento do plano. Esta apreciação levou o Banco Central a adotar o mecanismo de bandas cambiais, no caso brasileiro, bandas deslizantes, de 1995 à 1999. O objetivo com este tipo de câmbio era ajustar o problema de valorização cambial, fazendo com que o câmbio se desvalorizasse em torno de 7% ao ano. Esta apreciação, logo se mostrou

extremamente danosa para a balança comercial, que começou a apresentar sucessivos déficits, como pode ser verificado na tabela 13.

O Plano Real se beneficiou do grande volume de reservas internacionais que o país possuía<sup>15</sup> (a evolução das reservas esta ilustrada no gráfico 2<sup>16</sup>), para fazer frente às pressões de desvalorização e usou como aliada uma política monetária extremamente apertada. Tal política tornava extremamente custoso para o especulador, apostar contra o Real, pois tinha que acreditar que a desvalorização iria ser maior do que o diferencial dos juros entre os países em questão (Brasil e EUA), e este diferencial estava bastante significativo. As taxas de juros tiveram um importante papel no equilíbrio das contas externas( a evolução das taxas de juros reais pode ser observada na tabela 13), pois com a valorização cambial a balança comercial se deteriorava crescentemente e era necessário equilibrar as contas externas através da entrada de investimentos na conta capital, o que só foi possível devido a uma grande diferença de remuneração dos ativos internos e externos (devido ao grande "spread" das taxas de juros). O aumento das taxas de juros só foi possível porque o setor financeiro doméstico estava num posição pouco alavancada e pode absorver o aumento das taxas de juros sem levar a economia a uma crise<sup>17</sup>( a comparação entre o grau de alavancagem dos países é feita na tabela 14), e também foi anunciado pelo governo um pacote fiscal para diminuir o impacto deste aumento no seu próprio

---

<sup>15</sup> A atração destes recursos, que aumentaram significativamente o nível de reservas, se baseou na desregulamentação da diferenciação do capital estrangeiro e também em programas de privatizações que permitiam a participação de grupos estrangeiros.

<sup>16</sup> Nesta tabela observa-se uma grande redução das reservas durante a crise da Ásia e maior ainda durante a da Rússia, que acabou culminando na desvalorização do Real.

<sup>17</sup> Vale ressaltar, que o governo implantou o PROER em 1995 justamente para enfrentar o problema da fragilidade financeira, que neste momento não era devido a valorização do câmbio e do aumento dos juros, e sim das perdas de receitas ocasionadas pela queda da inflação que fez com que as receitas com "float" de depósitos à vista ou em contas remuneradas abaixo da taxa do overnight caíssem espantosamente.

orçamento(ilustrado pela redução do déficit fiscal primária, transformando-se em superávit na tabela 13).

Contudo, o PIB brasileiro apresentava um crescimento medíocre ( o que pode ser verificado através de uma análise da tabela 13 e do gráfico 4), a valorização cambial fez com que houvesse uma perda de competitividade nacional e o déficit orçamentário piorou ao longo de 1997 e 1998. Todos estes fatores faziam com que aumentasse a vulnerabilidade do Brasil a choques externos.

A vulnerabilidade se evidenciou nas crises do México (1995), da Ásia (1997) e da Rússia (1998), nas quais a resposta brasileira a elas foi a elevação das taxas de juros e anúncios de medidas fiscais. Tais medidas, foram eficientes em restabelecer o influxo de capitais que, após as crises do México e da Ásia, vinham abandonando o Brasil. Contudo, na crise da Rússia, tais medidas não tiveram o mesmo efeito que nas crises anteriores<sup>18</sup>, pois o pacote fiscal não teve a mesma credibilidade e a elevação das taxas de juros teve um efeito negativo no risco de "default" da dívida interna, já então bastante elevada por conta da política monetária do período anterior.

Após a crise da Ásia, a fim de manter o ajuste gradual da taxa de câmbio(que vinha sendo feito com as bandas de câmbio deslizantes), o governo procurou reforçar as políticas destinadas a fortalecer os fundamentos macroeconômicos do plano de estabilização. Para isto foi anunciado um pacote de medidas que tinham o intuito de diminuir o déficit fiscal e apertar a política monetária, com a elevação dos juros. Esta medida foi muito bem recebida

---

<sup>18</sup> Este fluxo de capitais, pode ser analisado na tabela 13 pelo movimento de empréstimos externos Non FDI, que de fato, após a crise Russa houve uma inversão no fluxo.

pelos investidores externos, que afastaram momentaneamente a hipótese da crise eminente e voltaram a reinvestir no país. O fluxo de capitais retornou, obtendo-se um recorde no volume de reservas em abril de 1998, indicando que os investidores estavam acreditando na possibilidade do governo adotar medidas mais duras (em termos de taxas de juros elevadas e política fiscal mais rígida) para conter os efeitos da crise.

A credibilidade do governo foi diminuindo, devido a crescente percepção de que a política fiscal se baseava em receitas extraordinárias (tributação de aplicações financeiras e concessão de serviços públicos), e de que no plano externo estava ocorrendo uma reversão da balança comercial, que em decorrência de uma retração do mercado internacional teve uma perda nas exportações. A dificuldade de implantar um ajuste fiscal proposto e a grande retomada do fluxo de capitais, foram sem dúvida importantes razões para a implementação parcial do plano proposto.

A crise da Rússia, estourou neste contexto, e a situação fiscal não fez com que fosse possível utilizar a política monetária (como foi feito durante a crise da Ásia) para enfrentar a nova crise. Com isto os fluxos de capitais começaram a minguar. O governo imediatamente anunciou um novo pacote para manter as contas públicas equilibradas de acordo com a nova situação econômica, estabelecendo metas de superávit primário a fim de estabilizar a relação dívida/PIB. O acordo com o FMI, que foi estabelecido com base neste novo pacote, concederia recursos (41 Bilhões de US\$) que reforçaria a mudança de regime fiscal, e possibilitaria a condução da estabilidade macroeconômica. Contudo, seriam fundamentais, para esta estabilidade, que fossem aprovadas, a elevação da contribuição previdenciária do funcionalismo público e uma maior austeridade fiscal dos Estados através

da renegociação de suas dívidas ao longo de 1998 e da Lei de Responsabilidade Fiscal. Tudo estava caminhando num sentido de que seria possível reverter o quadro de catástrofe, porém, mesmo após se obter importantes avanços na implementação da Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>19</sup>, o governo sofreu uma grande perda que foi em relação a contribuição previdenciária dos ativos e inativos<sup>20</sup>. Esta derrota aliada a moratória de Minas Gerais, em relação a sua dívida recém negociada com o governo federal, que pôs em dúvida o cumprimento da meta estabelecida com o FMI do esforço fiscal dos Estados, foram cruciais para a fuga de capitais do país que foi obrigado a abandonar o gradualismo cambial e desvalorizar o câmbio.

O efeito da crise russa nas reservas internacionais brasileiras foi extremamente significativo, fazendo com que as reservas caíssem 30 bilhões de dólares durante os meses posteriores à crise russa. Outro fator muito importante a ser analisado em momentos de crises cambiais é o "spread" dos "Brady bonds", que se distanciam dos títulos mais seguros, nas quantidades de pontos pagos acima dos ativos do governo americano.

As maiores diferenças em termos de conseqüências na economia, em comparação às crises asiáticas e russa, se devem ao fato de que, na primeira, os investidores estrangeiros permaneceram com posições "long" (comprados) em moeda domésticas. Com isto, a especulação contra o Real pode ser sustentada pelo governo. Quando estas posições foram revertidas, o governo não conseguiu mais manter a paridade da moeda, e o câmbio se desvalorizou.

---

<sup>19</sup> Com a aprovação da reforma da previdência.

<sup>20</sup> Com esta perda o governo não pode contar com R\$4,1 bilhões do total de R\$ 28 Bilhões do ajuste fiscal.

O déficit orçamentário passou a ser um fator crucial na economia, que após o acordo com o FMI teve que sofrer uma reestruturação para que fosse possível cumprir as metas acertadas com o fundo

O Brasil vem alcançando resultados fiscais significativos devido a uma maior responsabilidade da política fiscal, que se fez necessária, porque antes se usava a inflação como meio para financiar déficits que não tinham como ser financiados de outra forma. Porém, com o fim da inflação está sendo fundamental esta reestruturação fiscal para se alcançar melhores resultados fiscais.

O baixo nível de "passthrough"<sup>21</sup> (o quanto da desvalorização se refletiu em inflação) se deve a três fatores: o baixo nível de demanda no momento da desvalorização<sup>22</sup>; a uma valorização cambial que ocorreu no início do Plano Real e foi corrigida por uma desvalorização nominal; ao baixo nível de inflação no final de 1998<sup>23</sup>.

A grande desvalorização do Real, em termos nominais, em torno de 60%, aliada a baixa inflação, resultou numa grande desvalorização real, que fez com que houvesse um ajuste de preços relativos entre os produtos transacionados e os não transacionados com o exterior.

O desempenho da economia brasileira após a crise foi muito melhor do que o previsto: não houve redução do PIB, a inflação não retornou, o governo não foi forçado a

---

<sup>21</sup> Segundo Ilan Goldfjan, em "The Swings in Capital Flows and the Brazilian Case".

<sup>22</sup> Esta baixa demanda pode ser ilustrada pelo alto índice de desemprego em 97 e 98 mostrado na tabela 13.

<sup>23</sup> Este fato, pode ser mostrado pelo índice IPCA da tabela 13, que mostra que realmente haviam baixos níveis inflacionários neste período pre-crise.

reestruturar a dívida pública, e, aos poucos, as taxas nominais e reais de juros foram abaixando. Um dos principais motivos para isto ter acontecido, foi que, no momento da desvalorização, o setor privado estava quase em sua integridade "hedgado" para uma eventual desvalorização. Portanto, quem acabou arcando com os custos mais pesados deste episódio foi o governo, que teve sua dívida aumentada em torno de 10% do PIB. Este aumento na dívida fez com que se tornasse de extrema importância, para o governo, alcançar superávits fiscais para poder honrar seus compromissos. Os resultados fiscais foram sendo anunciados, mostrando que o esforço fiscal do governo para cumprir as metas acertadas com o FMI estava surtindo efeitos. Com o cumprimento da meta o governo brasileiro pode "sacar" os recursos disponibilizados pelas instituições que fizeram o acordo de empréstimo(FMI, BID e os países desenvolvidos), com este "trunfo" nas mãos a especulação, quanto a estabilidade cambial diminui, pois o governo pode usar um grande estoque de reservas para lutar contra maiores desvalorizações. Portanto estes fatores estão sendo fundamentais na retomada do crescimento da economia.

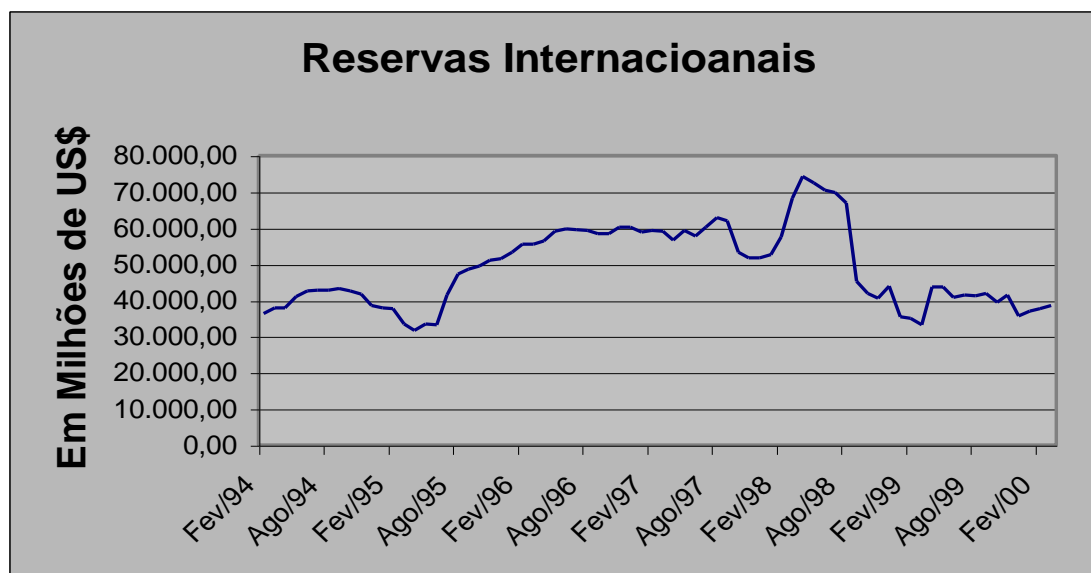
## V- I - DADOS SOBRE O BRASIL:

**Tabela 13:**

Indicadores Macroeconômicos	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Déficit em conta corrente(%PIB)	2,55	2,98	3,85	4,34	4,39	3,50
Empréstimos Externos(Non-FDI)(%PIB)	12,50	12,80	13,80	7,70	-5,60	-3,00
Crescimento do PIB	4,22	2,66	3,60	-0,12	0,08	3,50
Déficit Fiscal Primário(% PIB)	-0,35	0,09	1,00	-0,02	-3,20	-3,20
Déficit Fiscal Nominal (%PIB)	7,05	5,87	6,67	8,65	10,00	4,50
IPCA	22,41	9,56	5,22	1,66	8,94	6,80
Desemprego (médio)	4,64	5,42	5,66	7,60	7,55	7,00
Taxa de Juros Real(acumulada)	25,50	16,80	19,60	25,80	15,80	10,50
Taxa de Juros Nominal(acumulada)	53,08	27,41	24,78	28,92	25,54	18,00

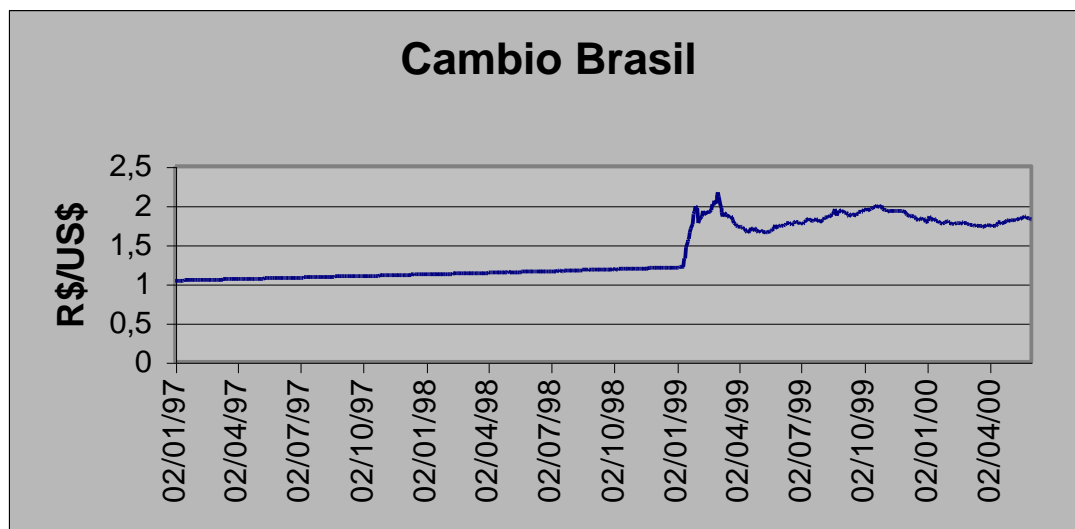
Fonte: Ilan Goldfajn

**Gráfico 2**

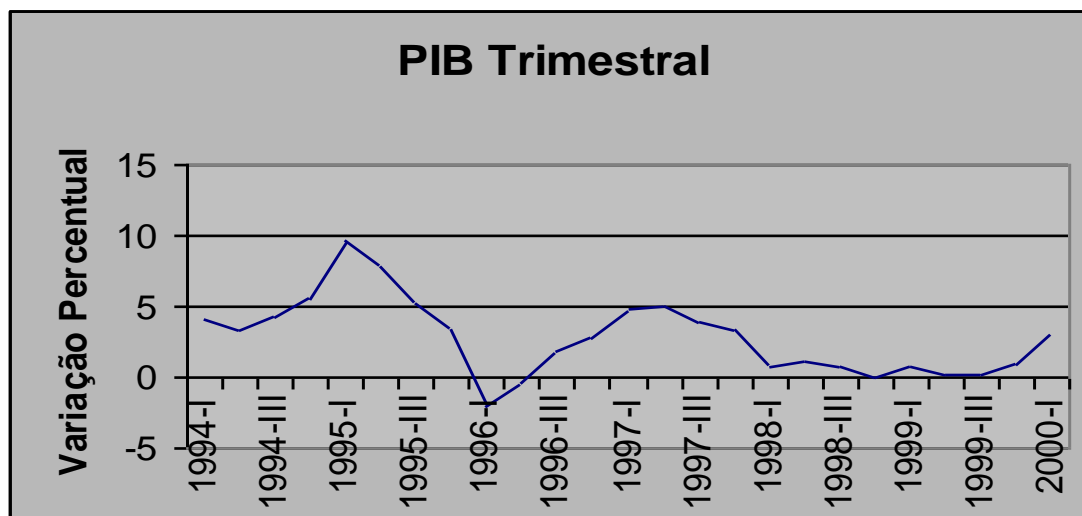


Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil



**Gráfico 3:**

Fonte: Fundação Getúlio Vargas

**Gráfico 4:**

Fonte: IBGE

**Tabela 14**

	<b>M2/Reservas</b>
-10,00	<b>4,30</b>
-9,00	<b>4,07</b>
-8,00	<b>4,23</b>
-7,00	<b>4,40</b>
-6,00	<b>4,63</b>
-5,00	<b>4,85</b>
-4,00	<b>6,98</b>
-3,00	<b>7,87</b>
-2,00	<b>8,43</b>
-1,00	<b>8,29</b>
0,00	<b>10,57</b>
1,00	<b>10,62</b>
2,00	<b>11,23</b>
3,00	<b>8,51</b>
4,00	<b>8,62</b>
5,00	<b>9,64</b>
6,00	<b>9,90</b>
7,00	<b>10,59</b>
8,00	<b>10,72</b>
9,00	<b>11,75</b>
10,00	<b>11,38</b>

**Fonte: IFS**

## VI - I - COMPARAÇÕES DE DADOS ENTRE AS CRISES

Nos capítulos anteriores realizamos uma análise das crises cambiais, elucidando as características peculiares de cada uma. Neste capítulo faremos uma comparação entre as variáveis macroeconômicas destes países analisados.

Numa análise da tabela 14, pode-se verificar que em todos (com exceção das Filipinas) os países havia uma apreciação cambial real que foi corrigida pela desvalorização. Vale ressaltar que em todos os países ocorreu um "overshooting" da taxa de câmbio, isto é, o câmbio se elevou acima do nível de equilíbrio para depois retornar.

O gráfico 5, nos mostra a variação cambial. Pode-se observar que a Indonésia foi o país que teve a maior desvalorização percentual da taxa de câmbio, entre os países analisados. É claro que este fato teve um impacto na inflação deste país, que no gráfico 6, pode-se notar que foi a Indonésia que também apresentou a maior alta inflacionaria.

No gráfico 7, é ilustrado a evolução das taxas de juros reais nos países analisados. O Brasil e a Indonésia possuíam as maiores taxas de juros reais entre estes países. Entretanto, este dado, de aperto da política monetário, não foi suficiente para evitar a inflação na Indonésia. O problema na Indonésia foi agravado por uma crise política que culminou na derrubada de um ditador e implantação de um regime democrático, portanto esta crise política teve um impacto muito grande na economia, que afetou a inflação e o PIB. Outra explicação plausível que pode se dar a este fato, é que a economia deste país era altamente voltada para o mercado externo, e, com a desvalorização, sofreu um grande impacto

inflacionário, porém este argumento pode ser usado para as demais nações asiáticas as quais não tiveram aceleração inflacionaria, portanto este ponto não parece ser o motivo do diferencial da Indonésia e sim o problema político. Contudo havia um fator macroeconômico que pode ser apontado como uma das causas da maior fragilidade na Indonésia do que nos demais países, é em relação ao seu dado de Dívida/Exportação, que é ilustrado tabela 9. Analisando este dado, pode-se observar que o da Indonésia era o maior dentre os países da Ásia, como já foi explicado, esta relação mostra a capacidade de pagamento da dívida dos países, se ela esta alta, como na Indonésia, ocorre uma maior retração dos investidores, que retiram seus investimentos deixando a economia com menor liquidez.

O gráfico 8, mostra a evolução das reservas internacionais. Pode-se notar que o Brasil e o Korea foram os países que mais perderam reservas na luta contra a desvalorização cambial.

Portanto esta comparação de dados nos permitiu observar que a Indonésia foi o país que sofreu uma maior variação cambial, que teve maior a queda no PIB e também a maior aceleração inflacionaria. O México foi o segundo maior prejudicado dentre estes países analisados, em termos de queda do PIB e inflação. Todos os países da Ásia analisados apresentaram uma queda no PIB. O Brasil foi o único país que sofreu desvalorização e não teve consequência em termos de queda do PIB, e a inflação, também permaneceu em baixos níveis.

## VI -II - DADOS COMPARATIVOS.

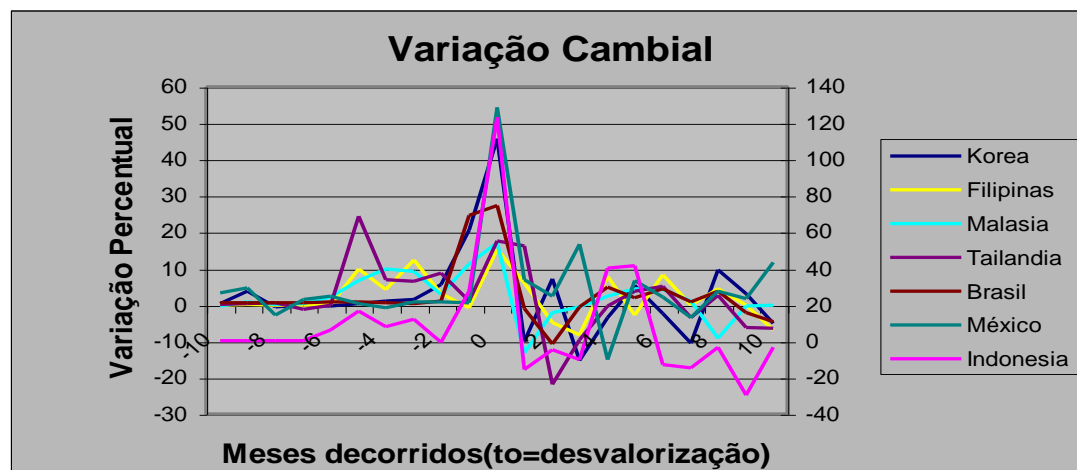
OBS: Os momentos T0 dos Gráficos correspondem aos períodos de desvalorização cambial em cada país: México - Dezembro de 1994; Tailândia - Julho de 1997; Malásia e Filipinas - Agosto de 1997; Korea - Outubro de 1997; Indonésia - Dezembro de 1997; Brasil - Janeiro de 1999).

**Tabela 15:**

	Grau de alavancagem				
	Indonésia	Coréia do Sul	Malásia	Tailândia	Brasil
Crédito Doméstico(%PIB)	75	165	165	155	29
Dividas não pagas	60	30	25	35	11

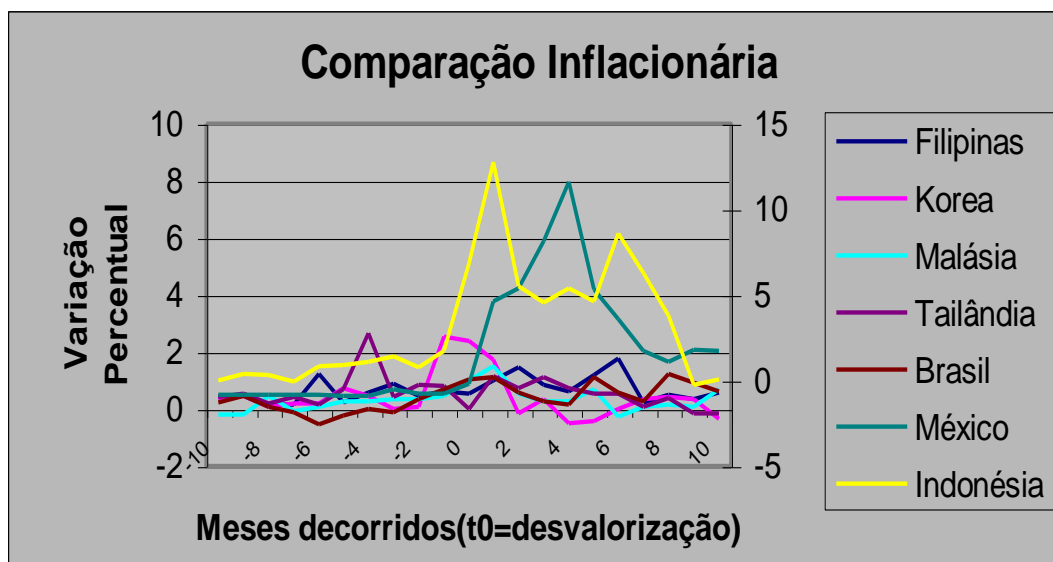
Fonte: Levy, Paulo Mansur. "Capital Flows, crisis and Adjustment: The Case of Brazil".

**Gráfico 5**



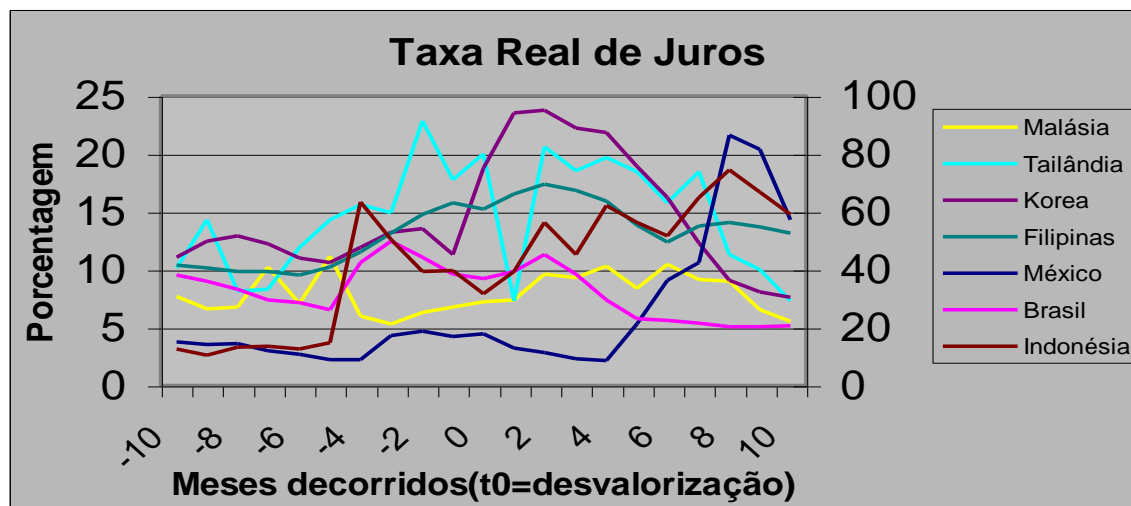
Fonte: IFS

Obs: O eixo vertical da esquerda está definido para a Indonésia, para melhor visualização dos dados

**Gráfico 6**

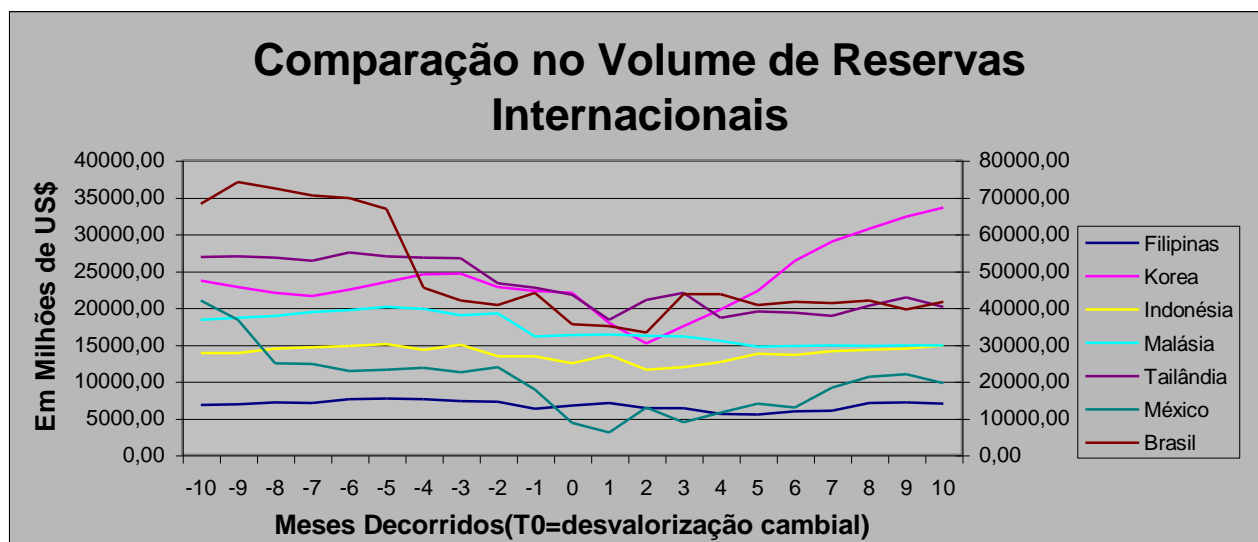
Fonte: IFS

Obs: O eixo vertical da esquerda esta definido para a Indonésia, para melhor visualização dos dados

**Gráfico 7:**

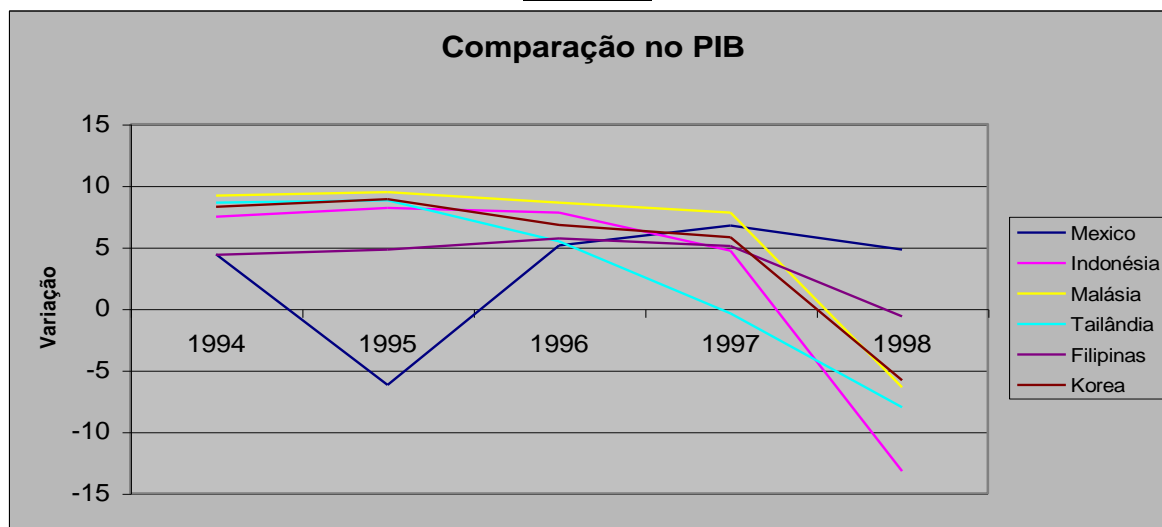
Fonte: IFS (deflator - IPC)

Obs: O eixo vertical da esquerda esta definido para a Indonésia, Brasil e México, para melhor visualização dos dados

**Gráfico 8:**

**Fonte: IFS**

**Obs: O eixo vertical da esquerda esta definido para o Brasil, para melhor visualização dos dados.**

**Gráfico 9**

**Fontes: Bancos Centrais dos Países**

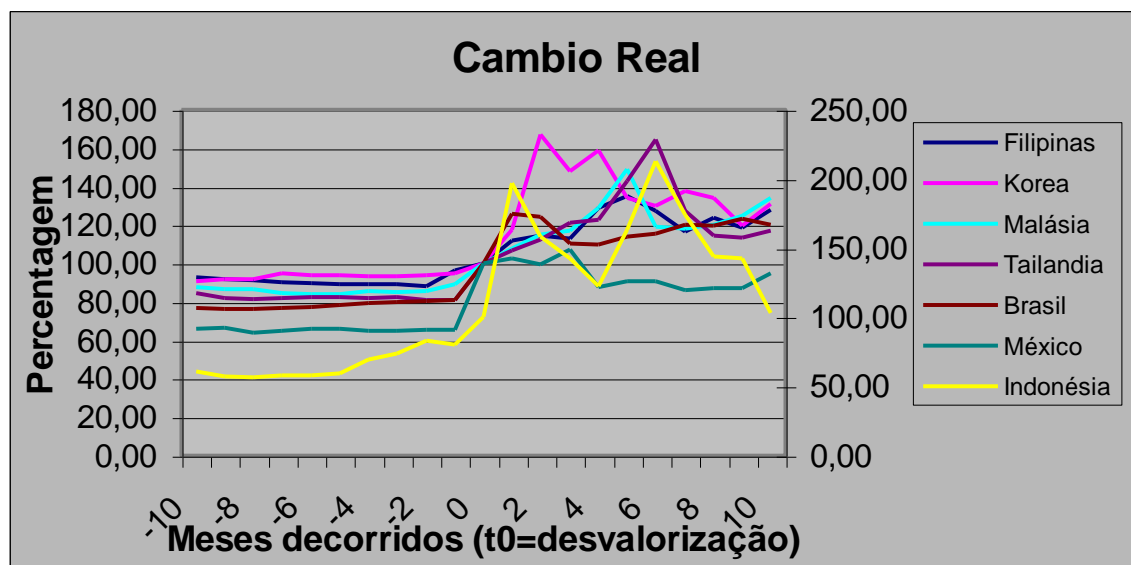
**Tabela 16:**

**Cambio Real; Deflator-Índice de Preço ao Consumidor; Base= 100 mês da desvalorização**

	Filipinas	Korea	Indonésia	Malásia	Tailandia	Brasil	México
-10	92,70	90,92	61,11	87,65	84,40	76,91	66,05
-9	91,83	91,99	57,55	86,77	82,01	76,43	66,34
-8	91,14	91,75	56,76	86,68	81,72	76,53	64,20
-7	90,21	94,93	57,84	84,83	82,04	76,92	64,81
-6	89,80	93,97	57,95	84,25	82,65	77,47	66,00
-5	89,48	93,85	59,69	84,27	82,36	78,57	65,90
-4	89,34	93,29	69,32	85,57	82,18	79,37	65,16
-3	89,21	93,53	74,08	85,17	82,45	79,87	65,17
-2	88,17	93,89	82,98	85,67	81,15	80,32	65,33
-1	96,57	94,79	80,55	89,18	80,98	80,82	65,35
0	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1	111,76	117,61	197,30	107,57	106,62	126,04	102,60
2	114,56	167,32	158,31	115,12	112,50	124,21	99,31
3	113,01	147,99	142,54	117,11	121,35	110,62	107,43
4	129,06	158,74	122,84	128,77	122,62	109,75	87,50
5	134,94	133,98	163,37	148,87	142,72	113,80	90,56
6	127,37	130,09	212,42	119,12	164,71	115,40	90,64
7	116,31	137,59	174,08	117,97	127,29	120,23	86,04
8	123,92	134,26	144,31	120,36	114,27	119,87	87,39
9	118,47	119,87	142,83	124,63	113,37	123,23	87,09
10	127,92	131,01	103,42	133,89	117,14	120,04	94,96

Fonte: Cambio Nominal e IPC- IFS. Cálculo do cambio Real- Feito pelo autor



**Gráfico 10**

Fonte: Cambio Nominal e IPC- IFS. Cálculo do cambio Real- Feito pelo autor

Obs: O eixo vertical da esquerda esta definido para a Indonésia, para melhor visualização dos dados

## VII - CONCLUSÕES SOBRE AS CRISES CAMBIAIS

As liberalizações financeiras aliadas às garantias de empréstimos bancários feitas pelos governos podem gerar sérios problemas de “moral hazard”, pois ampliam excessivamente o risco por parte das instituições bancárias, resultando num aumento no volume de empréstimos e da porção de risco assumida pelos bancos. Por isso é preciso que uma liberalização financeira seja feita cuidadosamente, lembrando que as reservas compulsórias são um ótimo instrumento para se estabilizar o setor bancário.

A presença de bancos frágeis em tempos de crise, precisa ser analisada cautelosamente, para averiguar se os problemas nessas instituições são de liquidez devido ao pânico dos depositantes e credores, ou se são relacionados ao excesso de empréstimos ligados a problemas de “moral hazard”. Caso seja uma problema de liquidez, deve-se injetar recursos nos bancos para evitar danos maiores como a retirada dos depósitos ou a liquidação dos ativos.

Outro fator que deve ser ressaltado, é o fato de que o governo não deve incentivar capitais de curto prazo, a não ser em casos onde ocorre um significativo desconto em relação a prazos mais longos. O credores devem apenas ter interesse em emprestar a curto prazo se ocorrerem informações imperfeitas ou se acreditarem que os demais credores só emprestam a curto prazo. Neste último, dado que os outros credores apenas concedem créditos a curto prazo, o melhor que um credor pode fazer é emprestar a curto prazo também, pois se uma crise se deflagrar ele poderá ter chance de driblá-la.

As seguintes medidas políticas podem ser tomadas a fim de amenizar ou evitar crises: grandes reservas compulsórias em obrigações que exigem liquidez; taxar os capitais na proporção inversa ao período de maturidade<sup>24</sup>.

Um importante aparato para se analisar as razões das crises cambiais é a comparação entre os impactos de crises sob sistemas onde imperam a taxa de câmbio fixo e de sistemas onde vale a taxa de câmbio flutuante. Aliado ao tipo de câmbio está o fato de que o Banco Central pode intervir no mercado como provedor de liquidez de última instância. Em regimes de taxa de câmbio fixa com problemas de liquidez sem o Banco Central atuar como provedor de liquidez podem ser extremamente perigosos. Contudo, se ele (Banco Central) atuar, o risco de corrida bancária é eliminado, mas o risco de desvalorização não. Se as reservas internacionais forem volumosas, não há um risco imediato de desvalorização. Caso contrário, a crise se torna muito provável de acontecer, (caso haja um aumento da desconfiança do investidor externo em relação a sustentabilidade da paridade). Neste caso a autoridade monetária apenas poderá escolher se quer uma crise interna aliada a desvalorização ou se tentará evitar a crise interna, provendo liquidez, em moeda nacional. Num regime de câmbio fixo, não existe opção: quando as reservas caem abaixo de um certo patamar o colapso é inevitável, a não ser que o governo implante rígidos controles sobre o fluxo de capitais (como foi feito na Malásia durante a crise).

O mesmo pode ser imaginado num regime de câmbio flutuante. Imagine o governo atuando como prestador de última instância: aqui também não terá espaço para as corridas bancárias pois, por definição, esta só ocorre se os depositantes desconfiarem de

---

<sup>24</sup> Medida utilizada pelo Chile e pela Colômbia nos anos 90.

que haverá falta de liquidez. Como o Banco Central provê liquidez não há razão para este tipo de corrida. O risco de desvalorização está relacionado à oferta e demanda por moeda externa, e o depositante sabe que na hora que quiser ele pode comprar dólares ao preço de mercado. Caso ocorra uma corrida à moeda externa, estes agentes podem se expor a uma desvalorização devido ao excesso de demanda momentânea. Em contrapartida, os agentes que não fizerem uma corrida bancária podem não incorrer nesta desvalorização, porque uma vez que as reservas do governo não precisam ser alteradas para proteger a paridade, o governo pode intervir no mercado de câmbio quando bem quiser ("dirty float"), podendo fazer com que o câmbio volte, levando as pessoas que fizeram a corrida inicialmente, acabem tomando prejuízo. Portanto não é necessário que ocorra uma desvalorização no câmbio de equilíbrio. Este é um ponto favorável ao câmbio flutuante, pois evita o pânico doméstico, contudo, não pode evitar o pânico externo dos investidores que possuem créditos no curto prazo denominados em dólares. A questão do provedor internacional de última instância, ajuda a sair do problema de liquidez, evitando perda de créditos desnecessários e liquidações custosas de investimentos, acarretando um aumento do bem estar. Porém, não consegue evitar os problemas oriundos do "moral hazard".

As diferenças entre as conseqüências, ocorridas nos países analisados, em termos de queda do PIB ou aceleração inflacionária, estão enraizadas em diferenças fundamentais entre estes países. Uma desvalorização cambial é mais grave se: A) o país que tiver um comércio externo numa proporção significativa em relação ao seu PIB; B) um país que apresenta um alto grau de indexação da economia, está mais vulnerável; C) se a economia está operando próxima ao pleno emprego dos fatores de produção.

Em relação ao primeiro ponto, o país apresenta uma fragilidade maior caso venha a ocorrer uma desvalorização, porque os custos aumentam generalizadamente, sendo difícil de substituir a produção estrangeira pela nacional. Em relação ao segundo ponto, a desvalorização cambial tende a ser rapidamente repassada aos salários e preços acarretando numa elevação inflacionária que faz com que tenham-se novas desvalorizações, tornando-se um ciclo vicioso. Em relação ao terceiro ponto, uma desvalorização aumentará a demanda por exportações e se a oferta se mantiver rígida, devido à proximidade do pleno emprego, pode ocorrer um efeito inflacionário.

O México foi um país que não elevou as taxas de juros rápido o suficiente para proteger sua moeda contra os ataques especulativos (como pode ser observado no gráfico 8). Isto fez com que fosse obrigado a desvalorizar sua moeda, e arcasse com perdas significativas em suas reservas internacionais (gráfico 9). O México só pode honrar seus compromissos externos porque os EUA auxiliaram financeiramente. O México teve uma elevação inflacionária e uma significativa queda do PIB (gráfico 7 e 10), decorrente da desvalorização cambial.

Os países asiáticos não possuíam uma economia indexada (nem tampouco o Brasil após o plano Real), nem estavam perto do pleno emprego, porém suas economias eram altamente voltadas para o mercado externo e seu sistema financeiro era altamente alavancado (tabela 15) e desprotegido contra flutuações cambiais (unhedged), pois os governos destes países garantiam os empréstimos. Estes ingredientes combinados, foram extremamente críticos durante a crise, fazendo com que a inflação se elevasse na Indonésia

e gerando recessão em todos os países que analisados da Ásia.

No Brasil, a desvalorização, teve uma característica diferente, pois o seu setor privado estava praticamente em sua integridade protegido contra uma desvalorização e, portanto não foram afetados com esta variação cambial. O governo foi o grande atingido, pois teve sua dívida aumentada em torno de 10% do PIB. O que se observou foi que enquanto os investidores estrangeiros estavam com posições compradas (Long) em moedas doméstica, o governo conseguiu sustentar o câmbio, uma vez que tais posições se inverteram, ocorreu a desvalorização. O esforço fiscal brasileiro para cumprir as metas acertadas com o FMI, começou a surtir efeitos sinalizando a responsabilidade do governo na condução da política fiscal. Este foi e esta sendo, sem dúvida, um excelente sinalizador para que a economia acredite na diminuição ou estabilidade da dívida pública para a retomada de um crescimento sustentado.

O baixo nível de inflação no Brasil pode ser explicado, como já foi dito, pelos seguintes fatores: O baixo nível de demanda que inibe um retomada da inflação; a valorização cambial no início do plano Real que foi corrigida por uma desvalorização nominal; o baixo nível de inflação no final de 1998.

## VIII - BIBLIOGRAFIA

Campa, José M.& Chang, Kevin P.H.& Refalo, James F."An Option-Based analysis of Emerging Market Exchange Rate Expectations: Brazil Real Plan 1994-1997". Fevereiro de 1999.

Chang, Roberto & Velasco, Andrés. "The Asian Liquidity Crisis". Novembro de 1998.

Conjuntura Econômica, Fevereiro de 1999. "Carta do IBRE".

Conjuntura Econômica, Outubro de 1998. "Carta do IBRE".

Edwards, Sebastian."On Crisis Prevention: Lessons From Mexico and East Asia". Julho de 1999.

Goldfajn, Ilan. & Werlang, Sérgio R.C. "The Passthrough From Depreciacion to Inflacion: A Panel Study".

Goldfajn, Ilan.& Baig, Taimur ."The Russian Default and the Contagion to Brazil". Março de 2000.

Goldfajn, Ilan. "The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis".

IPEA- Boletim de Conjuntura- Janeiro de 1999

Krugman, Paul. "Saving Asia"- Setembro de 1998

Krugman, Paul. "What Happened to Asia?"- Janeiro de 1998

Levy, Paulo Mansur. "Capital Flows, crisis and Adjustment: The Case of Brazil".  
Novembro de 1998.

Sachs, Jeffrey & Toenell, Aaron & Velasco, Andres. "Financial Crisis in Emerging  
Markets: The Lesson From 1995". Maio de 1996.

The Economist, Outubro de 1997; Janeiro de 1999.