



PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CRISES FINANCEIRAS DA DÉCADA DE 90 E O EFEITO CONTÁGIO:

O ESTUDO SOBRE O CASO BRASILEIRO

**Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha**

**Aluno: Ricardo César G.G.Rodrigues**

**Nº Matrícula: 0810759**

**RIO DE JANEIRO, 12/2011**

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CRISES FINANCEIRAS DA DÉCADA DE 90 E O EFEITO CONTÁGIO:  
O ESTUDO SOBRE O CASO BRASILEIRO

Por: Ricardo César G.G. Rodrigues

Assinatura:

Orientador: Luiz Roberto Azevedo Cunha

De acordo:

Área de Pesquisa: Crises Financeiras

Palavras-Chave:

- 1.Crises Financeiras
- 2.Contágio
- 3.Crise Cambial

**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.**

## **DEDICATÓRIA**

Aos que fizeram valer a pena os quatro anos de graduação:

Ricardo Marcondes, Ricardo Dahis, Rodrigo Marvão, Rafael Albuquerque, Eduardo Prochnik, Paulo Orenstein, Christiane Szerman, Ana Carolina Kang, Luis Felipe Brandão, Ylan Adler e Tomás Guanzioli.

## SUMÁRIO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Lista de Figuras.....</b>                             | <b>7</b>  |
| <b>Lista de Tabelas.....</b>                             | <b>8</b>  |
| <b>Resumo.....</b>                                       | <b>9</b>  |
| <b>1.Tópicos da Pesquisa.....</b>                        | <b>10</b> |
| <b>1.1 Contextualização.....</b>                         | <b>10</b> |
| <b>1.2 Objetivos.....</b>                                | <b>11</b> |
| <b>1.3 Metodologia.....</b>                              | <b>11</b> |
| <b>2.Os Bastidores dos anos 90.....</b>                  | <b>14</b> |
| <b>2.1 Exuberância Irracional nos anos 90.....</b>       | <b>17</b> |
| <b>3. As Crises Financeira.....</b>                      | <b>18</b> |
| <b>3.1 Definições.....</b>                               | <b>18</b> |
| <b>3.2 Diagnóstico.....</b>                              | <b>19</b> |
| <b>3.3 Princípio das Crises.....</b>                     | <b>20</b> |
| 3.3.1 Modelo de primeira geração.....                    | 20        |
| 3.3.2 Modelo de segunda geração.....                     | 21        |
| 3.3.3 Modelo de terceira geração.....                    | 23        |
| <b>3.4 Crise do México (1994).....</b>                   | <b>24</b> |
| <b>3.5 Crise do Leste Asiático (1997).....</b>           | <b>30</b> |
| 3.5.1 Tailândia.....                                     | 33        |
| 3.5.2 Coréia do Sul.....                                 | 35        |
| 3.5.3 Indonésia.....                                     | 37        |
| 3.5.4 Malásia e Filipinas.....                           | 39        |
| <b>3.6 Crise Russa (1998).....</b>                       | <b>41</b> |
| <b>4.A Crise Brasileira (1999) e suas variáveis.....</b> | <b>47</b> |
| <b>4.1 Contágio nas economias emergentes.....</b>        | <b>47</b> |
| <b>4.2 Interpretação da crise brasileira.....</b>        | <b>51</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>5.Considerações Finais.....</b>       | <b>57</b> |
| <b>6. Referência Bibliográficas.....</b> | <b>58</b> |

## LISTA DE FIGURAS

|  |    |
|--|----|
| <b>Figura 1.</b> Saldo em Conta Corrente do México (1990 – 1998).....  | 23 |
| <b>Figura 2.</b> PIB Mexicano (US\$)/ ( 1989- 1996).....   | 24 |
| <b>Figura 3.</b> Figura 3. Reservas Internacionais Mexicanas.....  | 25 |
| <b>Figura 4.</b> Importações, Exportações e Influxos de Capitais ( % PIB).....                                       | 26 |
| <b>Figura 5.</b> Fluxo de Investimento Direto Estrangeiro para o México.....   | 27 |
| <b>Figura 6.</b> PIB Russo (US\$)/ ( 1993 – 2000).....   | 40 |
| <b>Figura 7.</b> Mudança percentual da inflação russa ( 1993 – 2000).....  | 41 |
| <b>Figura 8.</b> Evolução do Rublo/U\$ (1995 – 2000).....  | 42 |
| <b>Figura 9.</b> Evolução do Crescimento do PIB (1989=100) e do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões) No Brasil..... | 50 |

## LISTA DE TABELAS

**Tabela 1. Financiamento dos Países do Leste Asiático.....31**

**Tabela 2. Indicadores Econômicos Tailândia (1996 – 2000).....34**

**Tabela 3. Indicadores Econômicos Coreia do Sul (1996 – 2000).....36**

**Tabela 4. Indicadores Econômicos Malásia ( 1996 – 2000).....38**

**Tabela 5. Tabela de Regressão Stiglitz, Pattilo, Sachs.....49**

## **RESUMO**

Durante a década de 90, muitos países emergentes experimentaram crises financeiras, precedidas em muitos aspectos pelas liberalizações financeiras, desregulamentações e pelo rápido aumento de influxos de capitais que foram seguidos por uma forte tendência de reversão, que nos sugere mudanças nas políticas internas e externas produzindo divergências nas condições financeiras internas em contraposição com as do resto do mundo. Presenciamos a crise no México em 94, no Leste Asiático em 97, na Rússia em 98 e, por fim, no Brasil em 1999 e na Argentina poucos anos depois. Essa turbulência recente nas finanças internacionais suscitou uma série de fóruns de debates e motivou a geração de novas linhas de pesquisas sobre o assunto. Nas pesquisas teóricas sobre o tema, o objetivo central tem sido o de refinar o entendimento acerca das possíveis causas das crises, bem como o seu timing. Já em relação às pesquisas empíricas, o objetivo tem sido o levantamento de indicadores potenciais que possam evidenciar a iminência de uma crise, para, com isso, buscar-se maneiras de se prevenir ou de se responder eficazmente a possíveis crises futuras. Neste contexto, o objetivo deste trabalho consiste em determinar as variáveis relevantes (contágio de crise em outros países, reservas internacionais, índice da taxa real efetiva de câmbio e desvio do desemprego em relação a NAIRU, etc) que explicam a crise vivenciada no Brasil, no ano de 1999.

## 1. TÓPICOS DA PESQUISA

### 1.1 Contextualização

Durante a década de 90, muitos países emergentes experimentaram crises financeiras, precedidas em muitos aspectos pelas liberalizações financeiras, desregulamentações e pelo rápido aumento de influxos de capitais que foram seguidos por uma forte tendência de reversão, que nos sugere mudanças nas políticas internas e externas produzindo divergências nas condições financeiras internas em contraposição com as do resto do mundo. Presenciamos a crise no México em 94, no Leste Asiático em 97, na Rússia em 98 e, por fim, no Brasil em 1999 e na Argentina poucos anos depois.

O contágio, como visto, atingiu muitos países e abalou as condições macro e microeconômicas, em diferentes proporções e períodos de tempo, de suas estruturas e alicerces econômicos. No entanto, há divergências sobre as condições determinantes para um país ser atingido e fazer parte de uma grande reação em cadeia, já que crises financeiras e cambiais ocorreram sob diversas condições macroeconômicas. Podem ocorrer, por exemplo, quando o déficit em conta corrente é excessivo e insustentável, como no México e na Tailândia, ou quando esses déficits são relativamente baixos, como na Indonésia e Rússia. Ainda, podem ocorrer em função de sobrevalorizações que indicam instabilidade ou agitação nos mercados cambiais, como Brasil, Rússia e México, característica que não era tão presente na realidade de muitos países do Leste Asiático no período supracitado.

No Brasil, foco de nosso estudo, “a gestão macroeconômica deixava dois flancos expostos, antes mesmo da crise vivenciada em 1999” (Fábio Giambiagi – Economia Brasileira Contemporânea, 1945-2004). Por um lado, o desequilíbrio externo marcado, sobretudo, pelo déficit em conta corrente e o financiamento desse próprio déficit, à custa de endividamento externo e investimento direto estrangeiro. Por outro, uma crise fiscal que perseguiu o país durante todos os planos de estabilização de preços.

Em resumo, as autoridades imaginavam que os ajustes poderiam “esperar até um distante *day after* da privatização, que cumpriria o duplo propósito de garantir financiamento externo para o desequilíbrio em conta corrente e de evitar uma pressão sobre a dívida pública,...”. (Fábio Giambiagi – Economia Brasileira Contemporânea, 1945-2004). Ao que parece ter ocorrido, as crises de 94, 97 e 98 abalaram as condições de empréstimo e o “*day after*” havia chegado mais cedo.

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivos Gerais**

O objetivo deste trabalho consiste em determinar e entender as variáveis relevantes que explicam a crise vivenciada no Brasil, no ano de 1999.

### **1.2.2 Objetivos Específicos**

- Compreender os antecedentes, ou seja, o ambiente econômico à época e entender a conjuntura internacional vigente na década de 90
- Entender como os modelos econômicos explicam a geração de crises financeiras
- Fazer uma análise a respeito dos fundamentos (ou a falta deles) por trás da teoria e dos trabalhos empíricos sobre a forma como o “efeito contágio” se evidenciou.
- Aplicação da teoria e da evidência empírica ao Brasil

## **1.3 Metodologia**

Feitas as considerações iniciais, o estudo proposto irá além de uma breve revisão da literatura sobre como as crises financeiras da década 90 se originaram, se desenvolveram, “criaram tentáculos” (efeito contágio), atingindo o Brasil, e por fim, foram superadas por nossas autoridades, a fim de poder fornecer uma contribuição ao conhecimento econômico. No entanto, é importante ressaltar que o tema repousará sobre como tudo se sucedeu ao redor do Brasil, de tal forma que o assunto tratado não perca o foco. Serão valorizadas, ainda, avaliações empíricas dos modelos que serão analisados.

Como já foi devidamente supracitado, será de suma importância (i) compreender os antecedentes, ou seja, o ambiente econômico à época e entender a conjuntura internacional vigente no período. Além disso, analisaremos (ii) como os modelos econômicos explicam a geração de crises financeiras a partir dos dados disponibilizados na primeira etapa do trabalho, para então (iii) fazer uma análise introspectiva a respeito dos fundamentos (ou a falta deles) por trás da teoria e dos trabalhos empíricos sobre a forma como o “efeito contágio” se evidenciou.

A discussão dos temas supracitados será indispensável para dar embasamento e sustentação a (iv) aplicação da teoria e da evidência empírica ao Brasil.

Na primeira etapa do trabalho (i), será mais conveniente expor os antecedentes das crises já citadas e o ambiente macroeconômico subjacente. Nessa fase do trabalho serão utilizados livros didáticos e papers, a fim de fazer uma revisão da literatura. Dentre o material, destacamos: “13 Bankers – The Wall Street Takeover and the next financial meltdown” (Simon Johnson; James Kwak) , “Hazards and Precautions: Tales of international Finance”( Gary Clyde Hufbauer and Erika Wada), “Crise 2008 e a economia da depressão” (Paul Krugman) e “The Center and the Periphery : the globalization of financial turmoil” ( Graciela L. Kaminsky ; Carmen M. Reinhart) e “Globalizing Capital (Barry Eichengreen – último capítulo).O objetivo nessa etapa do processo será contextualizar o tema e entender como o ambiente macroeconômico se comportava à época.Não se constroem fatos históricos ao acaso.Tudo está devidamente interligado e tem sua razão de ser.Portanto, será indispensável a compreensão do leitor dos antecedentes históricos, de tal forma que os fatos subseqüentes sejam inseridos dentro de um contexto lógico e racional.

Posteriormente, (ii) exploraremos os fundamentos e modelos econômicos que nos ajudam a compreender como as crises financeiras são geradas Nessa etapa serão explorados os modelos de primeira geração de Paul Krugman (1979), segunda geração de Barry Eichengreen (1997) e terceira geração do primeiro autor citado (1999). A motivação para o aprofundamento dos modelos em questão decorre do fato de que crises financeiras podem surgir sob diversas condições macro e microeconômicas. Portanto, precisaremos de um instrumental mais complexo do que a simples e breve revisão da literatura. Com essas ferramentas será mais precisa a análise dos fatos à luz dos modelos econômicos propostos.

Como já foi dito, faz-se necessário o entendimento desses modelos para a compreensão de como, sob diversas condições macroeconômicas (que de fato ocorreram), os países econômicos enfrentaram crises econômicas severas, dadas suas particularidades quanto a sua estrutura econômica (regime cambial, déficit em conta corrente, déficit orçamentário, dívida externa, etc).

Dada todas as referidas especificações da nossa estrutura de trabalho, será agora importante estudar como as crises financeiras se espalham, ou em outras palavras, como ocorre o chamado “efeito contágio”. Para etapa, é conveniente estudar os trabalhos empíricos de Sachs (1996) para analisar a crise mexicana e de Stiglitz (1998) para estudar a crise da Ásia. Alguns autores defendem que existe um padrão de contágio das crises financeiras que é explicado por fracos fundamentos macroeconômicos, enquanto para outros tal padrão reside no comportamento irracional dos investidores e/ou da especulação desestabilizadora. Os modelos já citados serão as referências para tratar dessas controvérsias. Além disso, serão estudos trabalhos empíricos posteriores, realizados por Kaminsky e Reinhart (1998), Glick e Rose (1998) e Berg e Patillo (1999), para analisar outros resultados propostos a respeito das demais crises da década de 90 (Rússia e Brasil). A intenção da pesquisa não será fazer um novo estudo econométrico. O objetivo nessa parte do processo será debater, à luz dos modelos propostos, os resultados e evidências empíricas encontrados e como o Brasil, foco de nosso estudo, foi afetado.

Conhecendo os antecedentes, a conjuntura internacional vigente no período pré-crise e durante a década de 90, além dos modelos de geração e propagação de crise, será criado um arcabouço completo para o pleno entendimento das condições que levaram o Brasil enfrentar uma crise cambial em 1999, como o país reagiu a tal crise e que medidas foram tomadas para corrigir o problema. Nessa etapa, além da ajuda dos instrumentos já analisados, será utilizado o livro “Economia Brasileira Contemporânea-1945-2004” de Fábio Giambiagi. Mais uma vez, é importante ressaltar que o uso de todo instrumental será especificamente utilizado para aplicação ao ambiente econômico brasileiro.

## 2. OS BASTIDORES DOS ANOS 90

O início da década de 90 é marcado, sobretudo, pela prosperidade da economia dos Estados Unidos que, à época, demonstrava um desempenho em termos de produtividade superior ao verificado no período pós-segunda guerra mundial. Enfim, triunfava o capitalismo norte-americano, após um período de recessão e baixo crescimento mundial, principalmente nos anos 70 e 80. Ao mesmo tempo, a globalização se encontrava em aceleração, e as promessas advindas desse processo, como a redução do custo de vida social, o estímulo ao desenvolvimento econômico, a geração de novos empregos em função do acesso aos novos mercados e fortalecimento do comércio internacional, pareciam ser o oásis para os mercados emergentes que desejavam se inserir cada vez mais num cenário global onde as economias mais desenvolvidas experimentavam benefícios excessivos. Neste contexto, os países emergentes se sentiram “obrigados” a imitarem os modelos propostos pelos representantes dos países desenvolvidos nas reuniões do G-7. Portanto, muitos dos países asiáticos, por exemplo, abandonaram modelos vigentes que foram responsáveis por épocas de prosperidade no passado, mas que aparentavam, à época, estar refletindo sinais de desaceleração (RADELET E SACHS, 1988).

De certa forma, podemos sugerir que o modelo imposto pelos Estados Unidos foi um dos responsáveis por gerar, gradativamente, o aprofundamento das diferenças sócio-econômicas entre o eixo desenvolvido e o emergente. Portanto, o desemprego e a vulnerabilidade cresceram, enquanto os benefícios gerados pelo processo de globalização não foram distribuídos proporcionalmente, ficando a camada rica da população com a maior parcela dos frutos e, dessa forma, crescendo o sentimento de injustiça social.

Além disso, a tão esperada transição dos países da antiga União Soviética para uma economia de mercado, com o intuito de gerar prosperidade, trouxe, ao contrário, um período de pioras significativas tanto do ponto de vista econômico como social. No caso da Rússia, o PIB caiu 40% e a pobreza se multiplicou em diversas vezes (STIGLITZ, 2003). Os resultados foram similares em outros países em transição que seguiram as recomendações impostas pelos Estados Unidos. Enquanto isso, a China (onde as prescrições neoliberais para o crescimento e o desenvolvimento não foram seguidas à risca), seguindo o seu próprio curso, mostrou ao mundo que havia uma transição

alternativa para uma “transição econômica” de sucesso. Mesmo com a ascensão dos EUA à condição de única superpotência, a administração do Presidente Clinton não tinha definido um plano para a nova ordem mundial na era pós-guerra fria. As comunidades financeiras e de negócios viram uma oportunidade lucrativa e impuseram a sua própria agenda, e o Governo teve o papel de ajudá-los a abrir os mercados.

Sabe-se, que durante a década de 90, as finanças foram postas acima de tudo. Os países historicamente mais influentes foram impelidos a agir de acordo com o mercado. Havia uma disponibilidade de políticas alternativas, conhecimentos dos efeitos colaterais referente às políticas impostas sobre grupos sociais e suas vantagens e desvantagens. Porém, essas opções foram completamente descartadas. Para alguns especialistas, as medidas necessárias para solucionar o problema da volatilidade da economia internacional, gerada pela globalização, não foram tomadas pelas principais potências econômicas (STIGLITZ, 2003).

A globalização tornou o mundo mais interdependente. “Costumava-se dizer que, quando os Estados Unidos espirravam, o México ficava resfriado. Agora, quando os EUA espirram, a maior parte do resto cai doente com uma gripe” (STIGLITZ, 2003, p. 15). A globalização, além de tornar o mundo mais intimamente interligado, traz uma movimentação mais rápida de idéias. Nos anos 90 a economia norte-americana se tornou um modelo padronizado para o resto do mundo. Quando se falava no equilíbrio ideal entre Governo e mercado, se falava nas concepções sobre quais tipos de instituições e políticas seriam necessários para fazer uma economia de mercado funcionar adequadamente. Os modelos americanos de práticas contábeis foram estendidos até onde foi possível. Porém, os países que não imitaram voluntariamente os EUA foram “persuadidos, atormentados e, no caso dos países em desenvolvimento, dependentes do Fundo Monetário Internacional, efetivamente obrigados a aceitar o que foi descrito como o movimento inevitável da história”(STIGLITZ,2003).

A globalização capitalista do século XX não teve como missão histórica provocar uma homogeneização entre os povos e países, muito embora ela possa fazê-lo no longo prazo, ao nível da estrutura produtiva e dos perfis laborais, num ritmo provavelmente mais medido em termos de gerações humanas. A missão econômica da globalização foi a de produzir maior quantidade de bens a custos continuamente mais baixos, no que se

deve reconhecer sua tremenda eficiência relativa, maior em todo caso do que os sistemas econômicos baseados na alocação administrativa de recursos. Se grande parte desse processo -- isto é, volumes crescentes de comércio de mercadorias, de intercâmbio de serviços e de investimentos recíprocos -- se deu preferencialmente entre os próprios países desenvolvidos e com uma gama reduzida de países emergentes, isso não derivou de nenhuma discriminação *a priori* contra certos povos ou nações, mas tão simplesmente em função da equação "custo-oportunidade", conhecida dos economistas: alguns países, por razões de soberania nacional, colocaram-se voluntariamente à margem do processo de globalização, aumentando o lado do "custo" em relação aos ganhos de "oportunidade".

De qualquer forma, são poucos ou relativamente escassos, para não dizer inexistentes, os estudos consistentes que permitam tirar conclusões positivas ou definitivas a esse respeito, ou seja, fornecendo evidências empíricas que demonstrem algum tipo de vínculo estrutural entre a globalização e o aumento das desigualdades sociais ou setoriais. Outras variáveis, que não apenas a liberalização comercial ou a inserção nos circuitos globais estão em jogo nos recentes processos comprovados de aumento da concentração de rendas, como nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, os dois exemplos mais notórios de "políticas liberais", que teriam conduzido a um maior nível de concentração de renda nos estratos mais abastados da população. Dentre essas variáveis, que precisariam ser computadas nos estudos de avaliação do impacto da globalização, figuram, por exemplo, a extensão e a cobertura das políticas domésticas com impacto social indireto (saúde, educação, habitação etc.) ou direto na área distributiva (alocações sociais, progressividade tributária), que muitas vezes independem do grau de abertura da economia para produzirem efeitos eventualmente nefastos do ponto de vista da distribuição dos rendimentos.

## 2.1 Exuberância Irracional nos anos 90

Como já foi dito, ao amanhecer da década de 90 todos pareciam estar se beneficiando da nova ordem mundial, tendo como epicentro de todo o sistema os Estados Unidos.

Notavelmente, o período é marcado por um aumento do fluxo de capitais entre os países desenvolvidos e emergentes de quase seis vezes em apenas seis anos e, também, de um crescimento de 90% do comércio internacional ao longo da década. Esperava-se, portanto, que fossem gerados empregos e renda para todos.

A nova era passou a ser chamada de Nova Economia, simbolizada, sobretudo, pelas empresas de tecnologia, que estavam revolucionando a forma de se fazer negócio na América e no mundo inteiro, que alteraram profundamente a produtividade e eficiência dos processos produtivos. O que antes representou a passagem da agricultura para manufatura, deflagrada na Revolução Industrial, agora passou a assistir a transformação da produção de bens para a produção de idéias, gerando um processamento de informações jamais visto, permitindo, por exemplo, que as firmas pudessem controlar de forma mais eficaz o seu nível de estoque.

De fato, artigos de jornal e especialistas proclamavam que havia uma Nova Economia, que as recessões eram coisa do passado e que a globalização traria prosperidade para o mundo todo. Mas ao final da década, o que parecia ser o alvorecer de uma era passou a assemelhar-se mais e mais a um daqueles breves surtos de atividade econômica, ou hiperatividade, seguido inevitavelmente por um colapso, que marcam o capitalismo há duzentos anos. Exceto que dessa vez, a bolha — o boom na economia e no mercado de ações — foi maior, como maiores foram também suas conseqüências, pois a nova era para os EUA também o foi para o mundo inteiro. Assim, o colapso que se seguiu foi uma queda das atividades econômicas não só nos EUA, mas em quase todo o planeta.

O *boom* ocorrido nos anos 90 foi uma “bolha clássica”: os preços dos ativos estavam totalmente desproporcionais aos seus respectivos valores reais. As bolhas de mercado sempre se baseiam em certa “exuberância irracional”. Investidores dos anos 90 estavam dispostos a gastar bilhões de dólares em IPOs para companhias que raramente, ou jamais, haviam obtido lucro. Não há uma instituição ou Estado que poderia ser diretamente responsabilizadas pelas ocorrências de exuberâncias irracionais. Entretanto,

há autoridades, instituições e agentes que poderiam ter sido responsabilizados por não se ocuparem das conseqüências.

### **3. AS CRISES FINANCEIRAS**

#### **3.1 Definições**

Não existe um conceito solidificado, pois como tal pode ocorrer em diferentes cenários e em diferentes situações macroeconômicas, como se verificou durante a década de 90. Para Bordo (1999), crises financeiras se assentam sobre 3 pilares : a mudança de expectativa dos agentes ( racional ou irracional), insolvência das instituições financeiras que compõem o sistema e, por último, tentativas para converter ativos reais e/ou ilíquidos em dinheiro ( ativo líquido).

Para Kindleberger, as crises financeiras estão associadas aos ciclos econômicos, em especial o auge do ciclo, que outrora é sucedido por um declínio da atividade econômica. Nesse sentido, o autor divide o ciclo em 3 etapas diferentes : manias, pânico e *crashes*.

Na fase de expansão do ciclo é comum a expansão do crédito bancário, que faz com que aumente a oferta monetária. Dessa forma, aumenta-se o estímulo para especulação e, conseqüentemente, a demanda por ativos financeiros ou outras mercadorias. O resultado óbvio desse movimento é o aumento súbito dos preços de tais ativos, levando otimismo ao mercado até a evolução para o estágio de “euforia”.

Na primeira fase do declínio, definida como manias, e à medida que o movimento de especulação se acelera, tanto a velocidade de oferta de moeda ( circulação da moeda) quanto os preços também continuam a subir. Chega a um certo ponto em que os especuladores ( normalmente grandes instituições financeiras) vendem seus ativos, gerando incertezas para o mercado. Nesse momento, em função das dúvidas que pairam o cenário, os agentes atuantes no mercado costumam demandar liquidez e, portanto, se desfazem de seus ativos. O resultado desse movimento é a queda dos preços dos títulos e mercadorias.

Na fase que se segue, o pânico, ocorre uma espécie de retroalimentação, ou seja, chega a um ponto tal em que os preços dos ativos caem tanto, o que faz com que os investidores retomem a preferência por ativos menos líquidos. Nessa fase, costuma-se ver Circuit Breaks ou Short Circuits.

Na terceira fase ocorrem “certas bancarrotas, fraudes, revelação ou rumores de problemas em determinada área, um aumento considerável na taxa de desconto do banco central para conter a hemorragia de dinheiro vivo circulante do país ou no exterior. E então há a interação dos preços que estão caindo (o crash) e seu impacto na liquidez do sistema.” (KINDLEBERGER, 1996)

### 3.2 Diagnóstico

A teoria econômica, a respeito de crises monetárias, tem apresentado expansão acelerada em razão dos diversos episódios recentes, contemplando diversos países em diferentes partes do mundo. Em linhas gerais, pode-se dizer que pelo menos quatro hipóteses de fatores causais preponderantes podem ser identificadas na literatura: (a) fundamentos macroeconômicos; (b) crises auto-realizáveis; (c) contágio; (d) vulnerabilidade financeira.

No entanto, é importante, primeiramente, diagnosticar as crises financeiras. Antes de qualquer coisa, é imprescindível compreender que nem todas as crises são parecidas, podendo apenas a teoria econômica distinguir os fatores-chaves que podem se interligar em qualquer período de tempo. Neste contexto, Radelet e Sachs (1998)\* definem 5 pontos importantes:

**1) Crises induzidas por políticas macroeconômicas:** Seguindo o modelo de Krugman (1979) – modelo de primeira geração -, uma crise do balanço de pagamentos (depreciação cambial; perda de reservas internacionais; colapsos de regimes cambiais *pegged*) surgem quando uma expansão creditícia doméstica pelo Banco Central é inconsistente com o regime cambial fixado.

**(2) Pânico Financeiro:** O pânico é resultado de quando os credores retiram empréstimos de curto-prazo de devedores solventes. Geralmente, o pânico ocorre sob três condições: quando dívidas de curto-prazo excedem os ativos de curto-prazo; quando nenhum credor privado único é grande o suficiente para fornecer o crédito necessário para pagar todas as dívidas de curto-prazo; não há um prestador de última instância. Neste caso, é racional que os credores retirem seus fundos se outros credores estão fazendo o mesmo. O pânico pode resultar em perdas econômicas (suspensão prematura de projetos de investimentos, liquidação do devedor e corrida dos credores)

**(3) Estouro da bolha:** O estouro da bolha, quando ocorre, é inesperado, mas não é imprevisível, pelo fato de que os participantes estão cientes da bolha e da probabilidade do eventual colapso.

**(4) Crise de Risco Moral:** ocorre quando os bancos possuem a capacidade de pegar emprestados fundos de garantias públicas (explícitas e implícitas) das obrigações bancárias. Se os bancos estão sub-capitalizados ou sub-regulamentados, eles podem usar esses fundos em operações altamente arriscadas ou até fora-da-lei.

**(5) Workout Desordenado:** ocorre quando um devedor insolvente provoca uma fuga dos credores, mesmo que o devedor seja solvente. Ela ocorre especialmente quando os mercados operam sem uma lei de falências (SACHS, 1998).

\*Foi feita tradução dessa parte do texto.

### **3.3 Princípios das crises financeiras**

#### *3.3.1 Modelo de primeira geração*

De forma geral, podemos dizer que os modelos de primeira geração explicavam as crises cambiais em decorrência do crescimento do crédito interno líquido, principalmente para o financiamento do déficit público, sob regime de câmbio fixo e dadas reservas internacionais limitadas.

Esses modelos argumentam que um ataque especulativo sobre uma moeda pode se resultar de um déficit da conta corrente que está em constante aumento ou uma expectativa da monetarização do déficit fiscal. Um ataque especulativo pode resultar em uma abrupta desvalorização quando a reserva estrangeira do banco central é esgotada e ele não pode mais defender a moeda doméstica.

Agentes acreditam que a necessidade de um Governo para financiar uma dívida torna-se sua principal preocupação e, eventualmente, conduz a uma quebra do regime de taxa de câmbio fixa e assim, a um ataque especulativo sobre a moeda.

Krugman ( 1979) argumenta que o regime de câmbio fixo é o principal e inevitável alvo de um ataque especulativo. Nesse sentido, os agentes, esperando que o Governo venha a abandonar esse regime, costumam antecipar a desvalorização da moeda, convertendo seu portfólio, que está em moeda doméstica, para moeda estrangeira, através da compra da mesma nas reservas do Banco Central. Dessa forma, as reservas do Banco Central até um ponto em que torna-se insustentável a continuação no regime de câmbio fixo ( ou peg). A contribuição fundamental do modelo de primeira geração do Krugman (1979) é a capacidade de sua identificação da tensão entre política fiscal doméstica e um regime de câmbio fixo.

Enquanto os modelos de primeira geração ajudam a explicar algumas das causas fundamentais que geram as crises financeiras, esses possuem a falta de dois aspectos importantíssimos. Primeiro, o modelo de primeira geração padrão exige que os agentes aumentem suas expectativas da possibilidade de ocorrer uma desvalorização repentinamente (talvez no aumento da inflação esperada). Segundo, os modelos não explicam a razão por que as crises se espalham para outras economias.

Os acontecimentos que envolveram o fim da serpente cambial européia, particularmente as desvalorizações da libra esterlina e da coroa sueca, deslocaram o foco da questão. Os modelos teóricos de crises cambiais até então postulados não pareciam suficientes para a explicação dessas desvalorizações. Quaisquer dos países atingidos teriam plenas condições de defender sua respectiva moeda tanto por deterem reservas internacionais suficientes para readquirir praticamente a totalidade da base monetária quanto por terem amplo acesso ao mercado financeiro, podendo emitir títulos externos com o fito de recuperar as reservas internacionais. Assim procedendo, entretanto, as taxas de juros elevar-se-iam a ponto de colocar em risco o sistema financeiro e prejudicar o crescimento do produto agregado. Dessa forma, a desvalorização cambial provocada pelo ataque especulativo é, em última instância, uma opção do governo pelo abandono da fixação do câmbio, priorizando outros objetivos de política econômica, notadamente a preservação do sistema financeiro e do emprego (Obstfeld e Rogoff, 1995)

### *3.3.2 Modelos de segunda geração*

As crises cambiais nos países europeus, em 1992, e nos países asiáticos, em 1997, estimularam o surgimento das teorias baseadas no contágio. O contágio consiste na ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos simultaneamente ou seqüencialmente em diversos países. Caramazza et alli (2000), Kaminsky e Reinhart (1999) e Eichengreen et alli (1997) oferecem revisões de modelos de crises cambiais baseados em contágio. Podemos elencar cinco potenciais causas de contágio: (a) alterações de políticas macroeconômicas em economias centrais (tais como aumento da taxa de juros) que afetem simultaneamente muitas economias em desenvolvimento; (b) perda de competitividade de um país perante parceiros comerciais ou concorrentes em terceiros mercados; (c) falta de incentivos para obter informações específicas de cada país, considerando vários países aparentemente em circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial (Calvo, 2000); (d) perda de credibilidade dos investidores

internacionais na convicção do governo de um país de manter a paridade cambial quando outro país em circunstância semelhante optou pela desvalorização (Masson, 1998); e (e) realocações de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital (Goldfajn e Valdés, 1997).

Os modelos de segunda geração sugeridos por Eichengreen, et al (1997) são bastante úteis para explicar as crises financeiras que contaminam outras economias<sup>27</sup>. Um cenário possível que é sugerido pelos modelos envolve a desvalorização em um país afetando o nível de preços e, portanto a demanda por moeda, ou a conta corrente através da redução das exportações de um país vizinho. Em ambos os casos, a desvalorização num país vizinho é extremamente possível.

Eichengreen, et al (1997) dizem que existe a probabilidade de ocorrer uma série de defaults nas economias vizinhas. Isto é, a probabilidade de ocorrer um ataque especulativo em um país aumenta quando seu parceiro comercial passa por uma experiência de ataque especulativo. Os autores afirmam que um ataque especulativo em algum lugar do mundo aumenta a probabilidade da ocorrência de uma crise cambial doméstica em 8%. O efeito da contaminação pode ser atribuído a uma série de diferentes cenários: (1) um evento econômico, como uma guerra ou um choque no preço do petróleo, que é comum para certo número de parceiros comerciais, pode afetar essas economias simultaneamente, e mesmo um choque individual pode ser transmitido de um país para o outro através do comércio; e (2) a desvalorização ou o default em um país pode aumentar as expectativas da probabilidade da ocorrência de uma desvalorização em outros países.

De acordo com a literatura moderna, existem cinco importantes atribuições de contaminações quando ocorrem crises financeiras. São elas:

- Os efeitos da contaminação são mais evidentes nas crises do que em épocas de euforia. Geralmente os efeitos operam com mais impacto quando há turbulências financeiras;
- As contaminações ocorrem principalmente em níveis regionais. Há evidências de que os efeitos de contaminação estão ocorrendo cada vez mais em níveis internacionais, mas por enquanto, em sua quase totalidade, eles ocorrem em níveis regionais;
- A contaminação é não-linear. Isto é, enquanto há a presença de uma única crise em algum outro lugar do mundo, ou mesmo na própria região, isto só aumentará um pouco as chances de um país “x” a sentir o efeito da crise. Entretanto, quando há inúmeras

crises ocorrendo ao mesmo tempo, as chances do país “x” não ser contaminado será muito pequena;

- A contaminação não é aleatória. Alguns países mais fortes eventualmente serão afetados. Porém, os principais candidatos para a contaminação são países que possuem taxas de câmbio supervalorizadas, grandes déficits em conta-corrente, altas porcentagens de dívidas de curto-prazo, crescimento econômico baixo ou recessões, e um credor importante em comum com o primeiro país afetado; e
- A contaminação é temporária. Ela raramente dura mais do que um ano, e uma contaminação verdadeira dura uns sete meses.

### *3.3.3 Modelo de terceira geração*

Os modelos de terceira geração sugeridos por Krugman (1999) examinam o efeito de políticas monetárias em uma crise cambial.

Esses modelos argumentam que a fragilidade no sistema bancário e no setor financeiro reduz a quantidade de crédito disponível e aumenta a probabilidade de uma crise. Neste modelo, uma crise financeira ocorre por uma combinação de grandes dívidas, baixas reservas estrangeiras, queda na arrecadação governamental, aumento nas expectativas de uma desvalorização da moeda e dificuldades de empréstimos domésticos. O acesso das firmas aos empréstimos é dificultado quando estas assumem que eles só podem pegar emprestada uma porção de sua riqueza. Nessas economias que possuem uma baixa oferta de créditos, as taxas de juros sobem, mas não o suficiente para compensar os investidores pelo aumento real do risco de default. Verifica-se que o aumento da taxa de juros interna, então, aumenta desproporcionalmente o fornecimento de crédito. O risco moral força os bancos a restringirem seus créditos. Portanto, aumentando a taxa de juros reduz a quantidade de empréstimos e aumenta o incentivo para as firmas não pagarem as suas dívidas e a diminuir seus investimentos. A diminuição da produção de bens e serviços (output) coloca uma pressão adicional na taxa de câmbio agravando a crise. Nesta condição, existe uma estratégia alternativa para o banco central: abaixar a taxa de juros básica para incrementar o nível de investimentos.

“As crises cambiais ocorridas nos países asiáticos no segundo semestre de 1997 não só reforçaram as teorias baseadas em contágio mas trouxeram ao debate a relação entre as fragilidades dos sistemas financeiros de cada país e a ocorrência de crises cambiais.

Chang e Velasco (1998) argumentam que a fragilidade do sistema financeiro de diversos países asiáticos consistiu na concessão excessiva de crédito de médio e longo

prazo ao setor privado alavancado por débitos de curto prazo com o exterior. Em outras palavras, o sistema financeiro mantinha um ativo de curto prazo muito inferior ao passivo de curto prazo, ambos em moeda estrangeira. No momento em que os credores estrangeiros decidiram resgatar seus investimentos, os bancos asiáticos recorreram aos respectivos bancos centrais, na condição de emprestadores de última instância e de mantenedores da taxa de câmbio. Estes, por sua vez, viram-se incapazes de prover recursos suficientes para respaldar as saídas de capitais estrangeiros, implicando, enfim, na crise cambial.”(Costa Miranda, Mauro; Crises Cambiais e Ataques especulativos no Brasil).

### **3.4 Crise do México (1994-1995)**

As políticas de estabilização macro-econômica adotadas desde o final da década de 80, o processo de reformas estruturais e a liberalização do comércio contribuíram de forma decisiva para a rápida transformação da economia mexicana na última década. Apesar da crise financeira de 1994-1995, o México exibiu um crescimento médio acima dos 3% durante esse período, o que contrasta com a estagnação virtual da economia durante os anos 80.

O processo de transformação econômica do México no período de 1988-1994 foi caracterizado pela diminuição do peso do Estado na economia, a qual se traduziu na redução significativa do número total de empresas públicas, e pela desregulamentação de vários sectores econômicos, incluindo o financeiro. Paralelamente, assistiu-se à gradual liberalização das relações com o exterior, através da assinatura de acordos de comércio (dos quais se destaca o “North American Free Trade Agreement” ou NAFTA) e da simplificação do regime de investimento estrangeiro, por forma a torná-lo mais atrativo.

O processo de reformas combinado com a adoção de políticas de estabilização macro-econômica contribuiu para um acentuado ritmo de crescimento da economia mexicana durante a primeira metade da década de 90, baseado num forte dinamismo da procura interna e das exportações. Simultaneamente, a manutenção de uma política de desvalorização deslizando do peso permitiu a redução gradual da taxa de inflação. Neste contexto, e atendendo à manutenção de baixas taxas de juro, as contas públicas registraram igualmente uma melhoria significativa.

No início da década dos anos 1990, a inflação mexicana encontrava-se à níveis cada vez mais baixos, investidores estrangeiros estavam aumentando substantivamente o fluxo de capitais ao país, e o Banco Central mexicano acumulou bilhões de dólares em reservas. O aumento considerável das reservas, antes de 1994, trouxe a falsa impressão de segurança; a manutenção dos juros nominais elevados induzia à maior entrada de capital estrangeiro.

Assim, em 1993, as reservas estrangeiras estavam quatro vezes maiores do que no mesmo período de 1989.

Finalmente, no ano de 1994, com todos indicadores econômicos “positivos”, o México assinou o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA)<sup>34</sup>. Apesar da boa situação das condições fiscais do país no início da década de 1990 o México possuía um déficit em conta corrente significativo (que levou alguns analistas a sugerirem que o peso deveria ser desvalorizado). De acordo com Whitt (1996), o Governo mexicano insistiu que este déficit não era um problema grave porque era causado por fluxos de capitais privados que estavam financiando gastos com investimentos, e os índices de exportações mexicanos se elevariam, e o problema com a conta corrente iria se reverter.

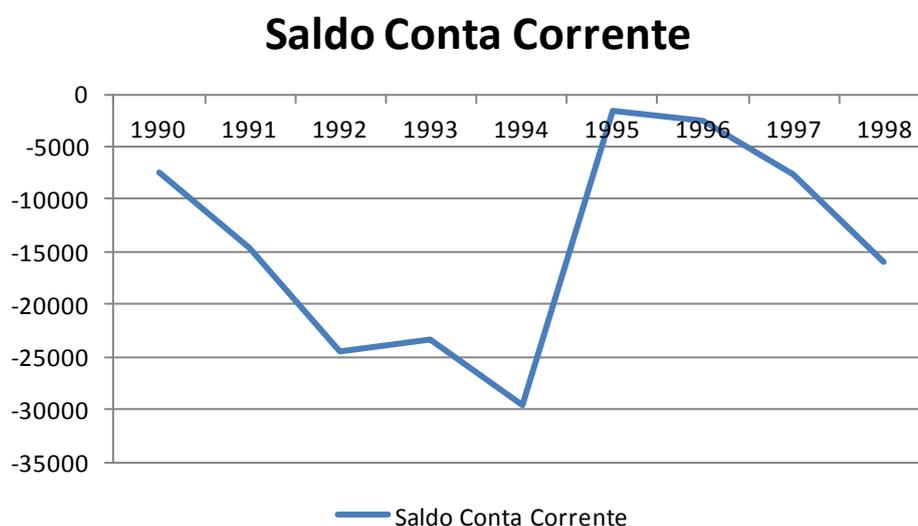


Figura 1. Saldo em Conta Corrente do México (1990 – 1998)

Fonte: FMI , World Economic Outlook Database 2011.Elaboração própria.

Como pode ser visto na figura, o déficit em conta corrente estourou de U\$ 6 bilhões em 1989 para U\$30 bilhões em 1994.

Além do mais, com a abertura da conta de capitais no começo da década de 1990, a conta de capitais e a de conta corrente distanciaram-se e, com a interrupção dos fluxos de capitais em 1994, houve uma dramática queda nos níveis das contas de capitais, sinalizando a fragilidade da economia com a liberalização da conta de capitais.

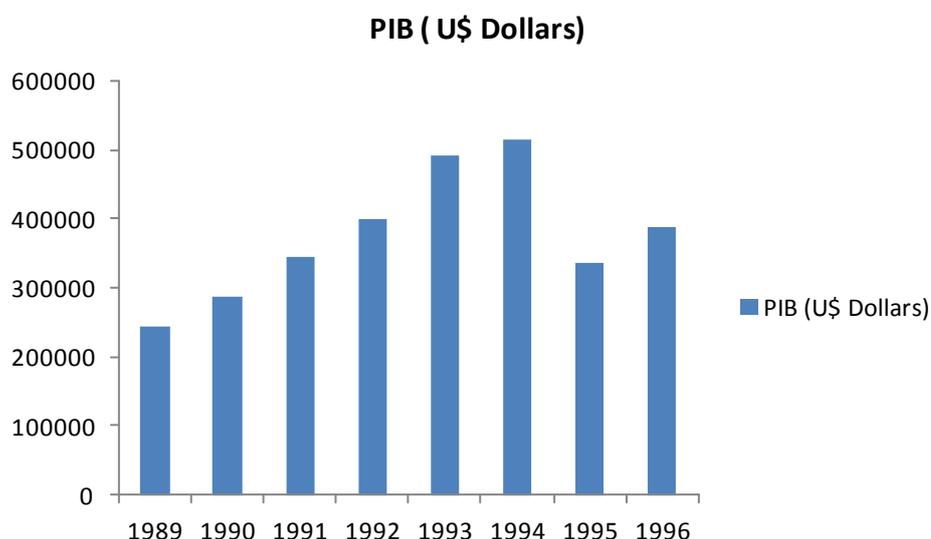


Figura 2. PIB Mexicano (US\$)/ ( 1989- 1996)

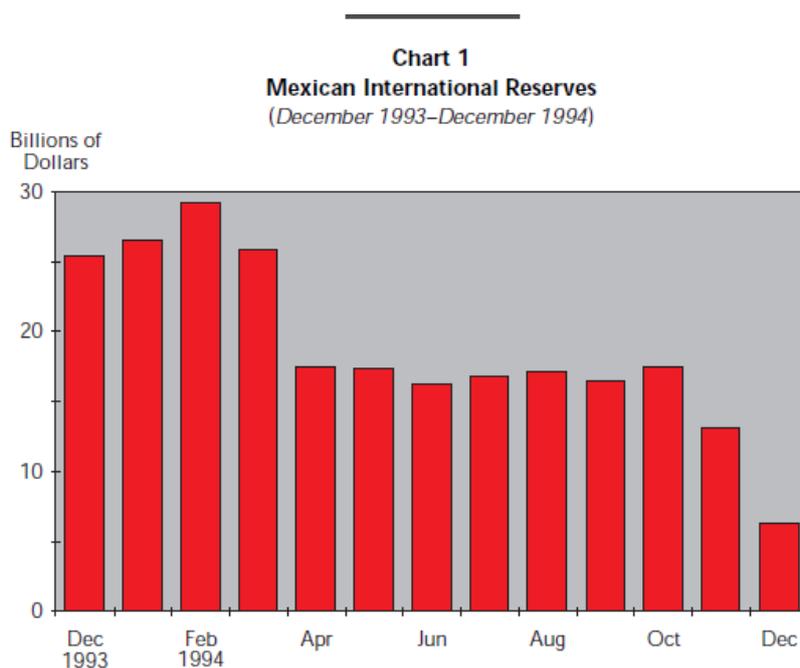
Fonte: FMI, World Economic Outlook Database. Elaboração própria.

Este aumento substantivo do déficit foi o primeiro sinal de uma possibilidade de crise financeira, pois o peso mexicano estava em níveis supervalorizados, uma situação na qual as exportações perderiam seu ritmo, as importações aumentariam e abrir-se-ia maior espaço para uma crise financeira. No final de 1993, com a perspectiva de conclusão das negociações do NAFTA, o Governo esperava um novo *boom* de investimentos externos. Entretanto, havia sinais de que o peso mexicano poderia estar excessivamente sobrevalorizado.

No entanto, após um ano do acordo do NAFTA a economia mexicana encontrou-se a beira de um desastre econômico: o peso mexicano foi desvalorizado perdendo duas vezes o seu valor, a inflação deslanchou fora de controle e uma recessão estava novamente se instalando na economia.

O Banco Central Mexicano responsabilizou uma série de choques políticos pelos acontecimentos, tais como: rebeliões armadas, assassinato do candidato à presidência antes da eleição, provocando uma instabilidade política, seqüestros e assassinatos de figuras importantes do cenário político mexicano. Os efeitos negativos das taxas de

juros mais altas sobre os intermediários e devedores, preocupações que a dívida em conta corrente dificilmente seria financiada no ano de 1995 e o fracasso das negociações com os rebeldes em Chiapas. Esses eventos proporcionaram uma grande instabilidade e desconfiança na política e economia. Assim, após um curto tempo depois das eleições presidenciais as reservas em dólares caíram U\$4 bilhões para um montante de U\$ 12,5 bilhões, sendo que U\$ 1,5 bilhões foram retirados nos últimos 3 dias de 1994. A decadência das reservas em dólares pode ser vista na Figura 9.



Source: International Monetary Fund (IMF), *International Financial Statistics*.

Fonte: Whitt (1996); *The Mexican Peso Crisis*.

Figura 3. Reservas Internacionais Mexicanas

Embora a conta corrente e a conta de capitais tenham se compensado no começo da década de 1990, em 1994 o fluxo de capitais desacelerou drasticamente. Em relação ao PIB mexicano, o déficit em conta corrente aumentou de 2,8% em 1989, para uma média de 7% entre 1992 e 1994. O Governo mexicano precisava agir rapidamente para não sofrer uma crise financeira como a do Chile na década de 1970, na qual havia grandes semelhanças nas práticas adotadas.

Outro problema com o déficit em conta corrente do México é que todos os fluxos de capitais que entraram no país não financiaram diretamente o investimento em novas indústrias e equipamentos (o que teria ajudado o país a aumentar seu potencial exportador). A maior fração do capital, porém, foi direcionada para investimentos

financeiros de curto prazo, como depósitos bancários e títulos do Governo, e que resultou numa saída dos fluxos para o exterior no ano de 1994 com a decorrência da crise, como pode ser analisado na Figura abaixo.

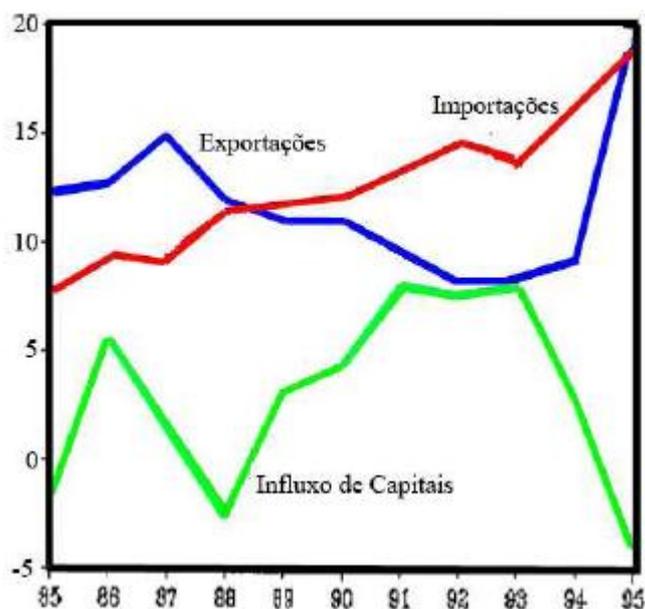


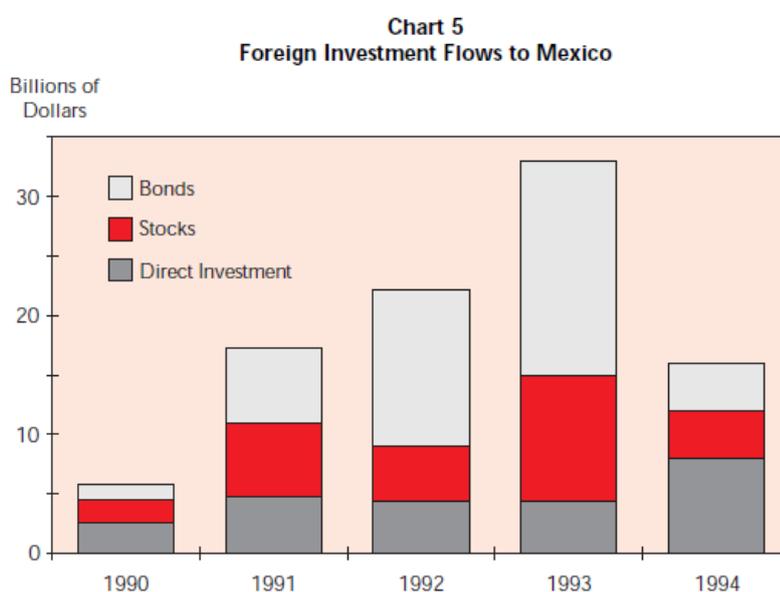
Figura 4. Importações, Exportações e Influxos de Capitais ( % PIB)

Fonte: Eichengreen (1997)

O fluxo de capitais ao México pode ser dividido em três diferentes tipos. O primeiro sendo investimento direto externo de corporações, comprando e construindo fábricas, indústrias e lojas. Este tipo de investimento totalizou US\$ 24 bilhões, ou seja, um quarto de todo o fluxo de capital que entrou no México durante 1990 e 1994 (Whitt, Joseph A. Jr., 1996). O segundo sendo compras diretas no mercado financeiro mexicano, que totalizou em US\$ 28 bilhões neste mesmo período. Finalmente, o terceiro sendo compras diretas dos títulos do Governo mexicano, que totalizou em US\$ 43 bilhões. Boa parte destas *securities* era de curtíssimo prazo (três meses). Este último tipo de investimento era o que oferecia o maior perigo para a economia mexicana. Quando o prazo dos títulos vencia, os investidores facilmente retiravam seu capital, colocando assim, uma enorme pressão sobre as reservas governamentais em questão de poucos dias.

Figura 5. Fluxo de Investimento Direto Estrangeiro para o México

Fonte: Whitt (1996); The Mexican Peso Crisis



Em 1994 o Federal Reserve Bank dos Estados Unidos decidiu aumentar a sua taxa de juros pela primeira vez desde a recessão de 1990-1991, pela justificativa de que a pressão inflacionária estava aumentando. Ao invés do Banco do México apertar sua política monetária numa época como essa, o Banco decidiu abaixar as taxas de juros após as eleições presidenciais.

Como resposta à pressão cambial, o Governo planejou alterar o perfil dos títulos do Governo. Antes da crise, quase a totalidade da dívida mexicana estava sob a forma de securities de curto-prazo e em pesos mexicanos. No momento em que houve uma pressão sobre o câmbio o Governo começou a lançar outras securities de curto-prazo atreladas ao câmbio, para agradar os investidores preocupados com a situação do peso mexicano. Em novembro de 1994 havia 25% dos securities em pesos e 70% em dólares. Quando o Presidente Zedillo tomou posse do seu cargo em 1994, a situação econômica estava bastante precária e a pressão sobre o câmbio estava ainda pior. Neste ponto, o México teve duas opções de política econômica: sustentar a taxa de câmbio existente ou abandonar o sistema do crawling peg e mudar para o sistema do câmbio flutuante. Além disso, o México ainda possuía uma dívida atrasada em relação aos securities atrelados ao dólar. Mesmo com o risco de aumentar suas dívidas com seus credores, no dia 20 de dezembro de 1994, o Governo mexicano declarou uma desvalorização do peso. Em apenas dois dias as reservas estrangeiras caíram para U\$ 6 bilhões e o

Governo mexicano declarou que o câmbio seria flutuante. Após este momento, a crise se instalou. A taxa de juros estourou e o valor do peso despencou. O acesso ao mercado de créditos foi barrado instantaneamente.

No final do mês de dezembro o peso tinha perdido 35% do seu valor. Como o acesso ao mercado de créditos estava diminuindo, os credores estavam altamente preocupados com a capacidade do México de rolar as suas dívidas. U\$ 10 bilhões em dívidas estavam para vencer no começo de 1995 e o Governo mexicano possuía U\$ 6 bilhões em reservas. Nas semanas seguintes, após o estopim da crise financeira, os Estados Unidos realizou vários esforços para ajudar México. Este auxílio dos Estados Unidos foi justificado por diversas razões, incluindo que a declaração de default pelo Governo mexicano iria desencadear uma onda de defaults de entidades mexicanas e de outros países também com conseqüências severas (Whitt, Joseph A. Jr., 1996).

Mas há dúvidas se o socorro realmente foi benéfico para o México. Stiglitz (2003) enfatiza o fato de que a recuperação esteve mais relacionada com o comércio dos Estados

Unidos, baseado no forte crescimento americano e no recém formado NAFTA. O autor duvida que a intervenção do FMI tenha feito com que a crise fosse muito menos profunda e curta do que teria sido sem este auxílio. Para ele, o México não reestruturou seu setor bancário de uma maneira efetiva, ainda que isso devesse ser uma parte central do programa do Banco Mundial e do FMI. A “receita de sucesso” do México foi experimentada depois na economia da Tailândia, Indonésia, Coréia do Sul, na Rússia, no Brasil e na Argentina. Os resultados nesses países foram desastrosos. Dezenas de bilhões de dólares foram desperdiçados sem sucesso algum.

### **3.5 Crise no Leste Asiático**

A crise do Leste Asiático iniciou-se no contexto de um ambiente econômico internacional altamente favorável e teve como data oficial para o seu começo o dia 2 de Julho de 1997, em sequência da desvalorização ocorrida sobre o baht Tailandês. As características únicas deste fenômeno motivaram o surgimento de vários modelos explicativos e diferentes teorias sobre as suas origens.

Parece possível afirmar que nem mesmo os mais céticos esperavam que sucedesse algo com as proporções e com as conseqüências, inclusivamente a nível social, que o fim do “milagre Asiático” acabou por trazer. As economias da região não aparentavam

problemas ao nível da análise fundamental e as medidas tradicionais de monitoramento da vulnerabilidade não assinalavam sintomas de crise, pois as responsabilidades só se revelaram no balanço do governo depois daquela ter “estalado”. Aliás, a aparente “miopia” dos mercados na avaliação do risco asiático parece ter sido alimentada por um sentimento de otimismo generalizado em relação ao modelo de crescimento asiático, que caracterizava em termos gerais aquelas economias.

No entanto, algumas vozes mais pessimistas já tinham começado a se fazer ouvir nos anos imediatamente precedentes, argumentando que estas economias não tinham nenhuma imunidade especial a crises financeiras e, por outro lado, que evidenciavam um anormal déficit da balança de transações correntes que se assemelhava ao verificado na América Latina, em 1994

Outro aspecto que assumiu grande importância para as dimensões que a crise tomou foi o efeito de contágio, que demonstrou a incapacidade destas economias de responder a uma crise de confiança e pessimismo generalizado e que permitiu que toda uma região cedesse àquilo que segundo alguns autores, como Chang e Velasco, foi essencialmente um pânico irracional que se auto alimentava à medida que a situação se agravava através duma queda em espiral dos preços dos ativos e de um forte processo de desintermediação. No gráfico abaixo, fica clara a reversão do fluxo de capitais para os países do Leste Asiático, que representou uma queda de U\$ 93 bilhões para U\$ 12,1 bilhões entre 1996 e 1997.

## 5 Nações Asiáticas - Financiamento

(Bilhões de Dólares)

|  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Saldo em Conta Corrente</i>                             | -24.6 | -41.3 | -54.9 | -26.0 | 17.6  |
| <i>Financiamento Ext. Líquido</i>                          | 47.4  | 80.9  | 92.8  | 15.2  | 15.2  |
| <i>Fluxos privados - Líquidos</i>                          | 40.5  | 77.4  | 93.0  | -12.1 | -9.4  |
| <i>Investimentos em Ações</i>                              | 12.2  | 15.5  | 19.1  | -4.5  | 7.9   |
| <i>Direto</i>  | 4.7   | 4.9   | 7.0   | 7.2   | 9.8   |
| <i>Portfólio</i>   | 7.6   | 10.6  | 12.1  | -11.6 | -1.9  |
| <i>Credores Privados</i>                                   | 28.2  | 61.8  | 74.0  | -7.6  | -17.3 |
| <i>Bancos Comerciais</i>                                   | 24.0  | 49.5  | 55.5  | -21.3 | -14.1 |
| <i>Outros Credores Privados</i>                            | 4.2   | 12.4  | 18.4  | 13.7  | -3.2  |
| <i>Fluxos Oficiais Líquidos</i>                            | 7.0   | 3.6   | -0.2  | 27.2  | 24.6  |
| <i>Instituições Fin. Internacionais</i>                    | -0.4  | -0.6  | -1.0  | 23.0  | 18.5  |
| <i>Credores Bilaterais</i>                                 | 7.4   | 4.2   | 0.7   | 4.3   | 6.1   |
| <i>Empréstimos - Residentes</i>                            | -17.5 | -25.9 | -19.6 | -11.9 | -5.7  |
| <i>Reservas Internacionais excl. Ouro</i><br>(- = aumento) | -5.4  | -13.7 | -18.3 | 22.7  | -27.1 |

Tabela 1. Financiamento dos Países do Leste Asiático

Fonte : FMI World Economic Outlook Database; 2007

Nas semanas imediatamente precedentes à desvalorização do baht, mesmo os menos crenes na sustentabilidade do crescimento dos tigres asiáticos, não antecipavam mais que uma modesta inversão da tendência e um abrandamento gradual do crescimento de longo-prazo. No entanto, o que se assistiu foi a uma ruptura com as crises monetárias convencionais e ao surgimento de um cenário mais complexo e drástico do que aqueles que até então se tinha assistido e estudado: os mercados de ativos nacionais entraram em colapso, as falências das instituições financeiras e de empresas generalizaram-se e as economias entraram numa fase de derrapagem muito mais severa do que alguma vez se imaginou.

Abaixo seguem os relatórios divulgados pelo FMI a respeito da crise do Leste Asiático:

Fonte: <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm>

### 3.5.1 Tailândia:

*“The Asian crisis first emerged in Thailand in 1997 as the baht came under a series of increasingly serious speculative attacks and markets lost confidence in the economy. On August 20, 1997, the IMF's Executive Board approved financial support for Thailand of up to SDR 2.9 billion, or about US\$4 billion, over a 34-month period. The total package of bilateral and multilateral assistance to Thailand came to US\$17.2 billion. Thailand drew US\$14.1 billion of that amount before announcing in September 1999 that it did not plan to draw on the remaining balances, in light of the improved economic situation.*

*In the early stages of the program, the Thai authorities adapted monetary policy to a managed float of the baht; fostered the restructuring of distressed financial institutions, including the closure of 56 bankrupt finance companies; enacted budget cuts to free up resources to help finance the restructuring and to support improvement in the current-account position; deepened the role of the private sector in the Thai economy; and sought to attract foreign capital through other reform measures.*

*The rapid spread of the Asian crisis in late 1997--bringing a larger-than-expected depreciation of the baht, a sharp economic downturn and adverse regional economic developments--warranted revisions to the Thai program. The revisions were undertaken through a series of program reviews conducted in close consultation with the Thai authorities. In the context of a recession, whose severity was unforeseen, they aimed to restore economic growth, ensure the continued restructuring of the Thai economy, and protect those elements of society most vulnerable to the economic downturn.*

*Monetary policy focused on both supporting exchange-rate stability and fostering an economic recovery. As the baht began to steady, the Thai authorities reduced interest rates. By mid-1998, money market interest rates began to approach pre-crisis levels, and first deposit, and then lending rates, started to drop as well. By September 1999, money market rates reached their lowest levels in over a decade.*

*Fiscal policy shifted in the face of the economic slowdown. While the first letter of intent called for a government budget surplus equal to 1 percent of GDP in 1997/98, beginning in February 1998 the program began targeting a fiscal deficit. The targeted deficit (excluding interest costs of financial sector reform) grew from 2 percent to 6 percent by April 1999, although the actual deficit for 1998/99 is estimated to have been under 5 percent (inclusive of interest costs of financial sector reform, amounting to almost 2 percent of GDP, the deficit was about 6.5 percent). Much of the increased spending focused on boosting social safety net programs to ensure the protection of Thais affected by crisis. While fiscal stimulus remains important for the time being, over the medium term, fiscal consolidation will be needed to reverse the rise in public debt.*

*Financial sector restructuring has remained a key policy area throughout the Thai program. In the early stages, the program concentrated on the liquidation of finance companies, government intervention in the weakest banks, and the recapitalization of the banking system. In 1998, the reform effort accelerated, with a focus on privatizing the intervened banks, disposing of assets from the finance companies and restructuring corporate debt. The authorities made great strides by strengthening the institutional framework, including through the reform of the bankruptcy act, foreclosure procedures and foreign investment restrictions. However, non-performing loans remain at a high level, underpinning the need to accelerate corporate debt and bank restructuring.*

*Thailand's economy returned to positive growth in late 1998, and GDP growth reached over 4 percent in 1999 and should grow by 4.5-5.0 percent in 2000. The balance of payments is expected to remain strong in the near term, even as the current-account surplus declines as the recovery proceeds. Foreign-exchange reserves remain within the \$32-34 billion range envisioned in the program. With output recovering and reserves restored to comfortable levels, the authorities treated the IMF loan as precautionary and made no further drawings after September 1999. The stand-by arrangement expired on June 19, 2000."*

| Selected Economic Indicators                               |   |      |       |       |            |
|--|---|------|-------|-------|------------|
|  | 1996  | 1997 | 1998  | 1999* | 2000**     |
|  | (Percent change)                                  |      |       |       |            |
| Real GDP Growth  | 5.9   | -1.7 | -10.2 | 4.2   | 4.5 to 5.0 |
| Consumer prices (period average)                           | 5.9   | 5.6  | 8.1   | 0.3   | 3.0        |
|  | (Percent of GDP [minus sign signifies a deficit]) |      |       |       |            |
| Central government balance***                              | 1.9   | -0.9 | -2.4  | -2.9  | -3.0       |
| Current account balance                                    | -6.0  | -7.9 | -2.0  | 12.7  | 9.1        |
|  | (In billions of U.S. dollars)                     |      |       |       |            |
| External debt  | 90.5  | 93.4 | 86.2  | 76.0  | 67.8       |
| Sources: Thai authorities and IMF staff estimates.         |   |      |       |       |            |
| *Estimate.   |   |      |       |       |            |
| **Projection.  |   |      |       |       |            |
| ***Fiscal year, which runs from October 1 to September 30. |   |      |       |       |            |

Tabela 2. Indicadores Econômicos da Tailândia (1996 – 2000)

### 3.5.2 Coréia do Sul

*“Over the past several decades, Korea transformed itself into an advanced industrial economy. However, the financial system had been weakened by government interference in the economy and by close linkages between banks and conglomerates. Amid the Asian financial crisis, a loss of market confidence brought the country perilously close to depleting its foreign exchange reserves. On December 4, 1997 the IMF's Executive Board approved financing of up to SDR 15.5 billion or about US\$21 billion, over three years.*

*The objectives of Korea's crisis resolution strategy were, first and foremost, to restore confidence and stabilize financial markets, and second, to lay the foundation for the resumption of sustained recovery in the real economy. The program thus included a mix of macroeconomic policies and far-reaching structural reforms. In addition, Korea reached agreement with foreign banks in early 1998 to extend the maturity of short-term claims on its banks to avoid default.*

*At the outset of the program, Korea's macroeconomic policies focused on a temporary interest rate hike aimed at stabilizing the won and avoiding a depreciation-inflation spiral. This step helped restore financial stability by early 1998, and once the won was stabilized, macroeconomic policies quickly eased to provide stimulus to the economy. The authorities also adopted an expansionary fiscal stance early in the program to*

*mitigate the impact of the inevitable recession. The government recognized that the smooth implementation of adjustment policies would require broad social consensus and it fashioned a Tripartite Accord involving labor, business, and the government. The authorities also strengthened the social safety net by expanding the unemployment insurance system and providing direct support through public works programs, temporary livelihood protection, and other social programs.*

*The structural reform agenda focused on liberalizing the capital account, restructuring the financial and corporate sectors, enhancing labor market flexibility, and improving data reporting. Korea's restructuring sought to restore stability to the financial system quickly through liquidity support, a time-bound blanket guarantee, and closures of nonviable institutions. The restructuring effort also aimed at resolving the problem of non-performing loans, recapitalizing banks, and strengthening the institutional framework by bringing prudential regulations and supervision in line with international best practices.*

*Corporate restructuring efforts initially concentrated on improving governance and competition policies. Subsequently, the focus shifted to financial and operational restructuring, with the goal of reducing debt levels and strengthening capital structure. Progress is being made in the out-of court workout agreements for a number of companies and also in court-supervised insolvencies within the framework of capital structure improvement plans reviewed by banks. In addition, progress is being made in meeting the pledges under these plans; equity issues, spin-offs, asset sales, and strategic alliances with foreign investors account for most of the improvement.*

*Korea is now recovering strongly and the policies adopted under the IMF-supported program have helped to successfully restore external stability, rebuild reserves, and initiate reform of the financial and corporate sectors. Korea has stopped drawing from the IMF; it also repaid part of the stand-by drawings nine months ahead of schedule. The challenge ahead is to avoid complacency and maintain the momentum of structural reforms.”*



*money control. Food security --especially rice--was gradually restored through emergency imports, a strengthened distribution system, and temporary food subsidies. Banking sector reform accompanied by corporate restructuring, an effective bankruptcy system, deregulation and privatization, and improved governance were also at the core of the program. This policy framework delivered important results, including the virtual elimination of inflation, the stabilization of the rupiah, and a recovery in foreign exchange reserves. Interest rates were brought down dramatically, and rice prices stabilized. Improved market sentiment was reflected in the recovering stock market and in falling risk premia. Nevertheless, the overall progress did not reach a decisive stage under the program. There were lags in implementation of bank and corporate restructuring measures. Continued weakness in the governance of key institutions was exposed in the Bank Bali scandal and, along with other factors, led to the suspension of the IMF program in September 1999.*

*Against this background of fragile and incomplete accomplishments, the newly elected government negotiated a new three-year extended arrangement for about US\$ 5 billion with the IMF, which was approved by the Fund's Executive Board in February 2000. The macroeconomic framework seeks to restore an annual growth rate in the vicinity of 5 to 6 percent by 2002, with an annual inflation target of below 5 percent. The Financial Sector Policy Committee was established with the mandate to provide leadership and direction in banking and corporate restructuring. The key objective in bank restructuring efforts is to capitalize all the banks, including through the provision of public funds, to an 8 percent capital adequacy ratio by end-2001, as a precondition for replacing the comprehensive guarantee scheme with self-financed deposit insurance. Other objectives include: enhancing efforts to restructure state banks, ensuring better governance and supervision of the banking system and the Indonesia Bank Restructuring Agency (IBRA), deepening bond and equity markets, and reinforcing asset recovery efforts. The government has developed a new strategy to give fresh momentum to corporate restructuring and to anti-corruption measures in the judiciary.*

*Economic recovery is gathering pace while inflation remains subdued. GDP grew by 5.8 percent in the last quarter of 1999 relative to the same period of the previous year, enabling a small positive growth in calendar 1999. Consumption and de-stocking continue to be the main engines of the emerging recovery--a pattern shared by other*

*Asian countries emerging from the crisis. Inflation has continued to be virtually flat since June 1999, and interest rates have been brought to pre-crisis levels.”*

#### Selected Economic Indicators

|                                  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999       | 2000** |
|----------------------------------|-------|-------|---|------------|--------|
|                                  |       |       | (Percent change)                                  |            |        |
| Real GDP Growth                  | 8.2   | 1.9   | -14.2   | 1.5 to 2.5 | 3 to 4 |
| Consumer prices (period average) | 5.7   | 12.9  | 64.7  | -0.6       | 5.4    |
|                                  |       |       | (Percent of GDP [minus sign signifies a deficit]) |            |        |
| Central government balance       | 1.2   | -1.1  | -2.2  | -3.3       | -4.8   |
| Current account balance          | -3.4  | -0.9  | 4.4   | 3.1        | 1.9    |
|                                  |       |       | (In billions of US dollars)                       |            |        |
| External debt                    | 127.4 | 135.0 | 149.9   | 147.6      | 149.1  |
|                                  |       |       | (Percent of GDP)                                  |            |        |
| External debt                    | 54.5  | 163.1 | 129.0   | 91.0       | 86.9   |

Sources: Indonesian authorities and IMF staff estimates.

\*Fiscal year, which runs from April 1 to March 31.

\*\*Program, budget for April 1 to December 31.

Tabela 4. Indicadores Econômicos da Indonésia (1996- 2000)

#### 3.5.4 Malásia e Filipinas

*“The financial contagion that affected Asian countries from mid-1997 also hit Malaysia and the Philippines, but their experiences were somewhat different from other countries.*

*Malaysia's macroeconomic conditions were substantially stronger at the outset than those in the other crisis countries, particularly in the areas of external debt, inflation, and savings; the country also had a significant fiscal surplus. Its banking system and corporate sector were healthier than the other affected countries. The Philippines had embarked on a successful IMF-supported program of macroeconomic adjustment and structural reforms in the late 1980's and early 1990's, which seems to have enabled it to weather the crisis at a relatively lower cost in terms of output loss, unemployment and social dislocation. Crisis management after mid-1997 was sound, and the Philippines adapted its policies, including through the floating of the peso, tightening of monetary policy and strengthening of the banking system. It eventually relaxed its fiscal and monetary policies as stabilization took hold in mid-1998.*

*In both countries, however, the initial manifestations of the crisis were similar to those in Indonesia, Korea and Thailand, including a loss in investor confidence resulting in large capital outflows, a decline in reserves, stock market collapses and large currency depreciations. The policy responses were also similar initially. In particular, Malaysia responded with a tightening of monetary and fiscal conditions, and an emphasis on structural reforms, particularly in financial sector regulations and supervision and improvements in intermediation.*

*Malaysia imposed capital controls in September 1998, largely aimed at the offshore ringgit market in Singapore and short-term portfolio flows. The offshore market was believed by the authorities to constrain their ability to bring down interest rates rapidly. Controls took the form of requirements to bring the ringgit on-shore by end September, and a one-year holding period for repatriation of portfolio capital inflows. The latter controls were replaced in February 1999 with a system of graduated exit levies, and further relaxed in September 1999.*

*Malaysia's imposition of capital controls does not appear to have made a substantial difference, either positive or negative, to economic developments so far. The stabilization in the currencies of the region and the relative undervaluation of the ringgit resulting in a large balance of payments surplus have facilitated the implementation of these controls. Potentially negative impacts of controls may have been subdued, given that when they were imposed, most capital flight had already abated, and the acceleration of regional recovery, together with progress in financial and corporate restructuring and generally sound macroeconomic management in Malaysia helped buttress confidence.*

*In the Philippines, recent macroeconomic developments have also been favorable. Recovery is well under way with real GDP growth of 3.25 percent in 1999, led by a rebound in agricultural production from a severe drought in 1998. Monetary policy is supportive of continued recovery, and interest rates are now below pre-crisis levels, while foreign exchange reserves have risen to the level of short-term debt (on a residual maturity basis) as the current account surplus increased to almost 9 percent of GNP in 1999. Bank balance sheets are also being strengthened. The budget deficit had been allowed to increase to support recovery, but fiscal policy has shifted toward consolidation in 2000 given the need to reduce the relatively high level of public debt.*

*The authorities of Malaysia and the Philippines are now focussed on implementing structural reforms to address the vulnerabilities and provide the basis for sustained growth over the medium term. Much remains to be done to strengthen both countries' ability to withstand negative external developments and sustain the current economic and financial recovery, and the broad structural reform agenda remains a challenge for the respective authorities."*

### **3.6 Crisse Russa (1998)**

A política de estabilização econômica baseada na manutenção da taxa de câmbio numa banda, levada a cabo pela Rússia desde Julho de 1995, deixou de ser sustentável à medida que a instabilidade política, os desequilíbrios orçamentais e a deterioração das condições externas começaram a lançar dúvidas sobre a capacidade do país para contrariar a sua fragilidade econômica. O desenlace surgiu sob a forma de uma grave crise financeira que se iniciou em meados de 1998 e que se deveu principalmente à incapacidade de tomar medidas tendentes a resolver o problema orçamental.

Ao longo dos anos de 1996 e de 1997, a Rússia incorreu em déficits orçamentais ao nível federal na ordem dos 7 a 9 por cento do PIB de que resultou um significativo aumento da dívida, particularmente nos segmentos de maturidade mais curta. Além disso, por meados de 1998, os termos de troca internacionais tinham-se deteriorado em cerca de 20 por cento em termos homólogos devido a uma grande quebra nos preços internacionais dos principais produtos de exportação do país. O impacto da crise da Ásia foi muito significativo: a retirada dos investidores internacionais dos mercados emergentes afetou a conta de capital e o financiamento líquido do déficit federal, por parte dos não residentes, na forma de Eurobonds e de títulos de dívida denominados em rublos, diminuiu em 1,8 por cento do PIB entre Junho de 1997 e 1998 quando comparado com o mesmo período do ano anterior.

Entre 1991-96, com a queda da União Soviética, a Rússia estava liberalizando preços e começando a desmontar os instrumentos do antigo sistema de planeamento centralizado soviético. A desintegração econômica e política e as dificuldades de aplicar

as novas políticas macroeconômicas, resultaram numa queda do crescimento do PIB, como demonstrado na figura abaixo.

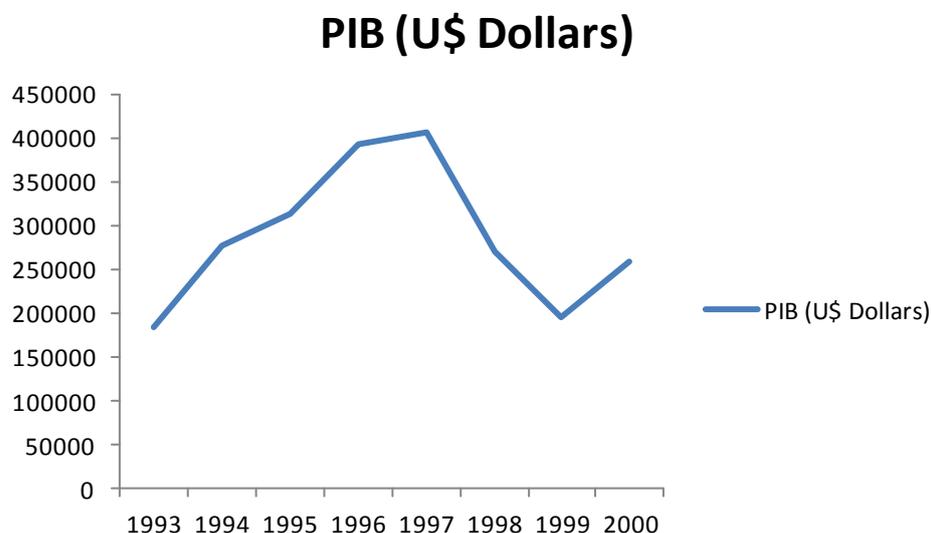


Figura 6. PIB Russo (US\$)/ ( 1993 – 2000)

Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, 2011. Elaboração Própria

Esse período também foi marcado pelos seguintes fatores:

- Instabilidade financeira com hiperinflação (resultado do descongelamento dos preços em 1992;
- Queda drástica do PIB;
- Retida gigante de fluxos de capitais; e
- Aumento acelerado do índice de desemprego

A liberalização dos preços em 1992, combinada com um aumento da oferta da moeda, aumento dos empréstimos e aumento do déficit em conta corrente, resultou num grande aumento dos preços. Em 1992, a inflação chegou a mais de 1500%, sendo controlada gradualmente até 1996 chegando a 21,8%. Porém, com a crise em 1998, a inflação chegou a bater em 84,4%. A introdução do programa de estabilização econômica, em abril de 1995, resultou numa mudança radical da situação financeira e econômica. Os objetivos do programa eram curar os efeitos da inflação crônica do Rublo, através de um controle rígido sobre a oferta monetária, e de acelerar o crescimento econômico, através de uma estimulação de investimentos e crescimento real da renda interna.

## Inflação ( % change)

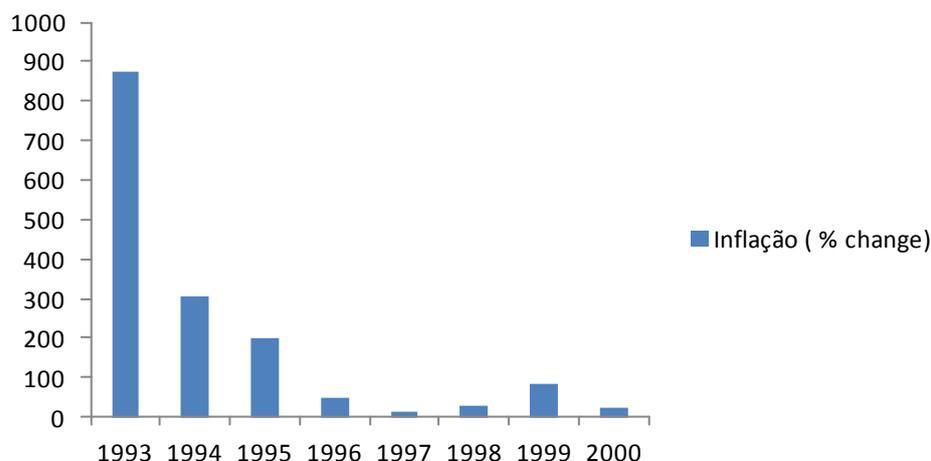


Figura 7. Mudança percentual da inflação russa ( 1993 – 2000)

Fonte: FMI, World Economic Outlook Database. Elaboração própria.

O ano de 1997 apresentou vários indicadores mostrando que a economia russa estava em plena recuperação: o PIB estava apresentando crescimento, a inflação estava atingindo níveis baixíssimos, o “efeito contágio” aparentemente não foi tão forte, a moeda não estava se desvalorizando o quanto se esperava e o saldo da conta corrente estava superavitário. Porém, os problemas fundamentais na economia continuaram sem solução (arrecadações, investimentos e dívidas crescentes).

Uma das razões pela taxa negativa do crescimento do PIB foi a substituição de GKO (título do Governo de curto-prazo) por empréstimos comerciais, e de investimento nos portfólios dos bancos. Na tentativa de fazer os GKO mais atrativos, o Governo ofereceu taxas de juros mais altas e abriu este mercado para não-residentes em 1996. Como o retorno nos GKO eram altos e considerados livres de risco, as taxas de juros nos empréstimos dos bancos também subiram e ficaram fora do alcance dos empresários. Isto resultou numa redução da demanda por empréstimos, e a quantidade de empréstimos aos maus emprestadores subiu (seleção adversa).

Outro problema era que os recursos financeiros para quitar as dívidas dos antigos GKO estavam vindo da emissão de novos GKO. Enquanto isso, a demanda por títulos da dívida era limitada, devido aos poucos fundos das instituições financeiras russas. A renda derivada da alta taxa de juros e devido a taxa de câmbio que estava fixada, que parecia estar garantido os investidores contra o risco da taxa de câmbio, gerou um enorme fluxo de capitais (10,7% do PIB até a primeira metade de 1997). Esta

movimentação de capitais causou uma gradual queda na taxa de juros e permitiu ao Governo aumentar a duração da dívida.

Este enorme fluxo de capitais também permitiu um crescimento rapidíssimo na participação de não-residentes com títulos da dívida denominada em rublos, tornando-se os maiores credores do Governo. O volume das obrigações em GKO's, pertencendo aos investidores estrangeiros, tornou-se duas vezes maior do que a quantidade de reservas internacionais em 1998 (GOLOV e MATTHEWS, 1999).

Mesmo que a dívida atrelada ao Rublo fosse grande, em torno de 20% do PIB, em 1998, a situação do seu pagamento estava tensa. Devido à taxa de juros positiva e à necessidade de financiar o déficit orçamentário primário, a dívida atrelada ao Rublo e os serviços de seu pagamento proliferaram. Assim, a fração da dívida interna com o PIB nominal continuou a crescer em 1997, quando a taxa de juros estava no seu mínimo (GOLOV e MATTHEWS, 1999).

Por causa das grandes perdas nos investimentos no mercado financeiro asiático, os investidores internacionais ficaram ainda mais cautelosos em relação a transações nos mercados emergentes. Assim, os não-residentes fizeram contratos de proteção de *hedge* com os seus GKO's para se protegerem de uma eventual desvalorização repentina, como ocorrida nos países da Ásia.

A queda do PIB nos países asiáticos foi um grande choque para o mercado russo, pois eles eram uma fonte de alta demanda por produtos derivado de óleo, gás e metais, que representavam cerca de dois terços do PIB russo.

Portanto, as condições do mercado financeiro russo se deterioraram. Os fatores destes são:

- A crise financeira global, que começou com o sudeste asiático;
- Uma recessão generalizada em todos os mercados emergentes; e
- Queda dos preços globais para os principais bens exportados pela Rússia.

O Governo estava recebendo menos rendimentos e o custo de tomar empréstimos aumentaram. Os pagamentos mensais da dívida tornaram-se duas vezes mais altos do que a arrecadação de impostos, em meados de 1998. Contudo, por cautela, os investidores iniciaram uma retirada de investimentos, que resultou numa fuga maciça dos fluxos de capitais (CHIODO e OWYANG, 2002).

Quando a evasão de divisas tornou-se irreversível, em julho de 1998, o Governo russo declarou *default* em uma parte significativa de suas dívidas e, assim o Banco Russo abandonou o regime cambial fixado gerando uma grande desvalorização do Rublo.

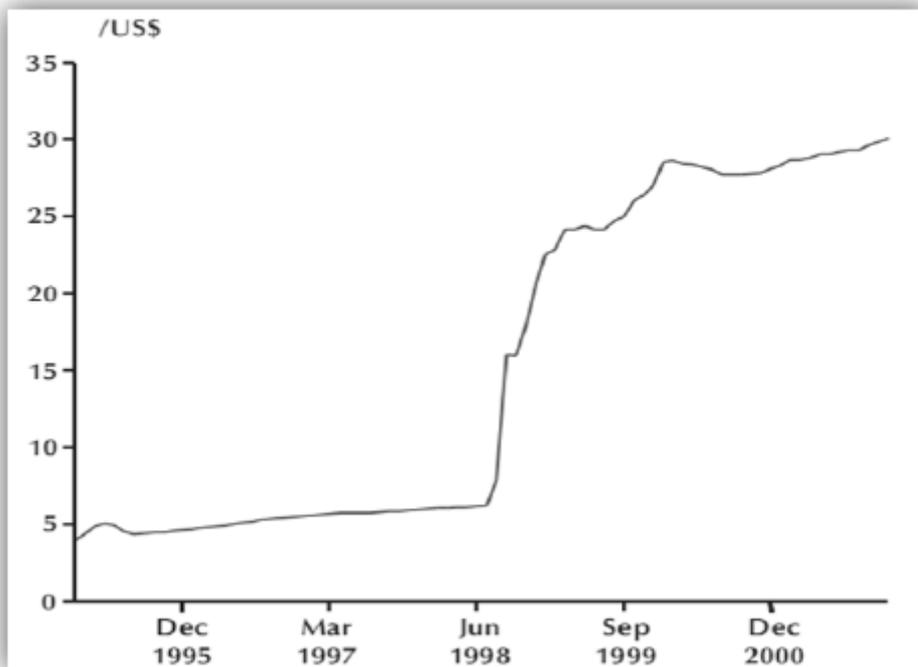


Figura 8. Evolução do Rublo/U\$ (1995 – 2000)

Fonte: (CHIODO e OWYANG, 2002)

Portanto, para Chiodo e Owyang (2002), os erros governamentais e da autoridade monetária estavam na raiz da crise financeira:

- alta taxa de juros;
- déficit orçamentário persistente;
- alta sensibilidade da taxa de inflação com a depreciação da taxa do câmbio; e
- Emissão excessiva de GKOs (títulos da dívida de curto-prazo).

A decisão do Banco da Rússia em proteger o rublo foi ineficaz por que esta medida só acelerou o default da dívida. Isso também fragilizou o mercado financeiro russo, deixando esse mais vulnerável à evasão de divisas. Entretanto, um regime monetário mais frouxo não poderia ser considerado como um remédio no longo-prazo. O default da dívida, em 1998, só poderia ser evitado ao custo de causar um colapso da taxa de câmbio ou com um cenário de hiperinflação (CHIODO e OWYANG, 2002).

De acordo com Chiodo e Owyang (2002), existem quatro fatores principais que influenciam um ataque especulativo bem sucedido. Esses elementos chaves são (i) uma taxa de câmbio em função do regime fixado e um banco central disposto a defender isso com a sua reserva estrangeira, (ii) um aumento constante do déficit fiscal insustentável,

(iii) um controle do Banco Central da taxa de juros dentro de um frágil mercado de créditos, e (iv) expectativas da desvalorização ou aumento da inflação.

A Rússia terminou o ano de 1998 com uma diminuição do PIB de 4,9% como fruto da crise financeira que se abateu sobre o país.

## **4. A CRISE BRASILEIRA (1999) E SUAS VARIÁVEIS**

Agora que buscamos compreender a teoria econômica por trás das crises financeiras e os exemplos vivenciados nos mercados emergentes, chegamos ao ponto principal de nosso trabalho: determinar as variáveis e os possíveis motivos da crise cambial ao longo do ano de 1999 no Brasil. Para isso, vamos, primeiramente, lançar mão de modelos empíricos e a luz desses modelos, além da teoria econômica, propor uma possível interpretação para a crise brasileira.

### **4.1 Contágio nas economias emergentes**

O texto que se segue foi retirado de “A Origem das Crises Financeiras Internacionais: Fracos Fundamentos ou Puro Contágio? Uma Análise Empírica” e servirá como material enriquecedor para nossa análise na última sessão deste capítulo.

Em dezembro de 1994, o México adotou o regime de taxas flutuantes pressionado pelo baixo nível das reservas internacionais (inferior a um mês de importações) e pela forte desvalorização da moeda iniciada no ano anterior. A moratória unilateral do México marcou o início de uma nova fase na atuação do FMI para impedir que a crise mexicana contagiasse outros países da América Latina e acabasse abalando o sistema financeiro dos países desenvolvidos, especialmente o setor bancário dos EUA. Este risco levou os governos dos países desenvolvidos, principalmente Estados Unidos, Grã-Bretanha e Alemanha, a intervirem ativamente no processo de reescalonamento da dívida dos países em desenvolvimento. A assistência financeira ao programa de ajuste exigiu co-financiamento de US\$ 51 bilhões. A crise financeira dos países do sudeste asiático aconteceu no segundo semestre de 1997. A crise foi caracterizada por uma forte desvalorização cambial, baixas reservas internacionais, colapso nos mercados domésticos de ativos, falências generalizadas de bancos e empresas e forte risco de moratória da dívida externa. A crise coreana foi considerada a mais séria porque a elevada dívida externa do país e a eventual fuga dos investidores estrangeiros poderiam afetar o sistema financeiro e econômico do Japão e, desta forma, contagiar o resto do mundo. Coréia, Tailândia e Indonésia acertaram programas de ajuste com o FMI no último trimestre de 1997 com recursos de co-financiamento de US\$ 57 bilhões para a Coréia enquanto Tailândia e Indonésia receberam, respectivamente, US\$ 17 bilhões e

US\$ 40 bilhões. Em janeiro de 1999, a crise financeira chegou ao Brasil com a interrupção do fluxo de capitais externos, mudança do regime cambial e elaboração de um programa de ajuste coordenado pelo FMI com recursos de co-financiamento no valor de US\$ 41.5 bilhões. Alguns analistas defendem que existe um padrão de contágio explicitado por fracos fundamentos macroeconômicos enquanto para outros o padrão de contágio é aleatório e resulta do comportamento irracional dos investidores e/ou da especulação desestabilizadora. Os trabalhos empíricos de Sachs (1996) para analisar a crise do México e de Stiglitz (1998), usando o mesmo modelo de Sachs, para analisar a crise da Ásia são as referências básicas da controvérsia, respectivamente, entre os defensores da existência de um padrão de contágio e os defensores do contágio puro. Trabalhos empíricos posteriores usando o modelo de Sachs, mas com diferentes grupos de países e fontes de dados estatísticos, realizados por Kaminsky e Reinhart (1998), Glick e Rose (1998) e Berg e Patillo (1999) entre outros chegaram a resultados contraditórios.

No modelo usado para analisar a crise do México de 1994, Sachs (1996) faz a hipótese de que os investidores internacionais fogem de países onde existe a expectativa de ocorrer uma grande desvalorização da moeda no futuro próximo e de que a crise especulativa ocorre quando os fundamentos macroeconômicos são fracos e as reservas internacionais inadequadas. No modelo de Sachs, os fracos fundamentos macroeconômicos considerados são apreciação exagerada da taxa de câmbio real e empréstimos bancários excessivos para o setor privado. A apreciação da taxa de câmbio real é usada como uma “proxy” dos fracos fundamentos que originam o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Neste modelo, quanto maior o grau de apreciação da moeda nacional maior é a probabilidade de que o governo irá promover uma desvalorização da moeda e quanto mais debilitado o sistema bancário menor a probabilidade de o governo defender a moeda através do aumento da taxa de juros interna e maior a probabilidade de decidir desvalorizar a moeda. Finalmente, como uma fuga de capitais pode ser financiada pela utilização das reservas internacionais, quanto menor o nível das reservas maior a probabilidade do governo desvalorizar a moeda caso ocorra uma reversão dos fluxos de capitais. O modelo de Sachs testa a hipótese de que os fundamentos e as reservas devem estar fracos para que haja uma crise especulativa.

A variável dependente índice da crise foi estimada como uma média dos aumentos

percentuais das taxas de câmbio nominais em relação ao dólar e das quedas das reservas internacionais de uma amostra de 20 países no período novembro de 1994 a março de 1995 ponderados pelas respectivas variâncias. As variáveis explicativas são a variação percentual das taxas de câmbio reais médias ocorridas nos períodos 1986 a 1989 e 1990 a 1994, a variação percentual da razão entre os empréstimos nominais ao setor privado e o PIB entre os anos 1990 e 1994, usada como uma "proxy" da fragilidade do setor bancário, e a variação percentual da razão entre M2 e o estoque de reservas internacionais entre os anos 1990 e 1994. Os longos períodos usados na estimativa da variação da taxa de câmbio real procuram captar a idéia de que a sobrevalorização prolongada da taxa de câmbio real acaba excluindo do mercado externo as empresas que produzem bens de exportação. A taxa de câmbio real usada é uma média das taxas de câmbio bilaterais em relação ao dólar, ien e o marco e uma variável dummy relaciona os níveis fraco e forte das reservas internacionais com as variáveis que representam os fundamentos macroeconômicos.

Os resultados obtidos por Sachs encontram-se na Tabela 1 e mostram que os coeficientes estimados para apreciação da taxa de câmbio real e aumentos dos empréstimos bancários para países com fracos fundamentos e insuficientes reservas internacionais apresentam os sinais previstos e são estatisticamente significativos a 5%. Os restantes coeficientes estimados não são significativos ou apresentam sinais contrários aos esperados. Para os países com fortes fundamentos, mas baixos níveis de reservas internacionais, os coeficientes das variáveis taxa de câmbio real e empréstimos não são significativos a 5%, enquanto para os países com fortes fundamentos e altos níveis de reservas internacionais os coeficientes estimados são significativos, mas contrariando a hipótese de que a crise não alcançaria os países com fortes fundamentos e altas reservas, o coeficiente estimado dos empréstimos é positivo. Estas variáveis explicam 69% da variância da variável dependente, 54% quando ajustada pelos graus de liberdade, e os resultados da análise de regressão foram usados como evidência estatística para a tese defendida por Sachs de que fracos fundamentos macroeconômicos e baixos níveis de reservas explicam o padrão de contágio.

Tabela 5: Regressões realizadas por Sachs (1996) e Pattillo (1999) para a crise do México e por Stiglitz (1998) para a crise Asiática.

| VARIÁVEIS INDEPENDENTES   | COEFICIENTES ESTIMADOS         |  |                                  |
|---|--------------------------------|--|----------------------------------|
|   | Sachs (1996) - Crise do México | Stiglitz (1998) - Crise Leste Asiático | Patillo (1999) - Crise do México |
| Apreciação da taxa real de câmbio com baixas reservas internacionais e fracos fundamentos | 0,27*                          | -0,66                                  | 1,59                             |
|   | (n.d.)                         | (n.d.)                                 | 1,13                             |
| Excesso de empréstimo com baixas reservas internacionais e fracos fundamentos             | 0,38*                          | 0,32*                                  | 3,75*                            |
|   | (n.d.)                         | (n.d.)                                 | 1,41                             |
| Apreciação da taxa real de câmbio com baixas reservas internacionais e forte fundamentos  | -0,23                          | 0,35                                   | 0,06                             |
|   | (n.d.)                         | (n.d.)                                 | 0,23                             |
| Excesso de empréstimo com baixas reservas internacionais e fortes fundamentos             | -0,51                          | 0,17                                   | -16,87*                          |
|   | (n.d.)                         | (n.d.)                                 | 7,29                             |
| Apreciação da taxa real de câmbio com altas reservas internacionais e fortes fundamentos  | -0,64*                         | 0,29                                   | -6,46*                           |
|   | -2,73                          | (n.d.)                                 | 1,86                             |
| Excesso de empréstimo com altas reservas internacionais e fortes fundamentos              | 0,18*                          | -0,03                                  | -1,74*                           |
|   | (-0,95)                        | (n.d.)                                 | 0,65                             |
| R <sup>2</sup>  | 0,69                           | 0,05                                   | 0,66                             |
| R <sup>2</sup> Ajustado   | 0,54                           | -0,16                                  | 0,5                              |

Obs. Os erros padrões encontram-se em parênteses e o asterisco \* indica que o coeficiente estimado é significativo a 5%.

As conclusões de Sachs (1996) foram refutadas por Stiglitz (1998) em sua análise empírica da crise asiática de 1997 usando modelo igual ao de Sachs para uma amostra de 34 países emergentes. A taxa de câmbio real usada no estudo foi uma média das taxas de cambio reais dos países parceiros ponderadas pela participação no comércio estimadas pelo Banco Mundial e a variação percentual da taxa de câmbio real foi estimada usando as médias dos períodos 1988 a 1992 e janeiro de 1996 a junho de 1997. Na estimação do índice da crise calculou as variações percentuais das taxas de câmbio nominais e das quedas das reservas internacionais ocorridas no período junho de 1997 a dezembro de 1997.

Os resultados da análise econométrica de Stiglitz para a crise asiática apresentados na Tabela 1 mostram que a capacidade de explicação do modelo é extremamente pobre e que somente o coeficiente estimado do excesso de empréstimos dos países com baixas reservas

e fracos fundamentos é significativo e tem o sinal previsto. Os fracos resultados empíricos da análise foram usados por Stiglitz como evidência de que o alastramento da crise dos países asiáticos não resultou de fracos fundamentos macroeconômicos. Pattillo (1999) reestimou as regressões feitas por Sachs para a crise do México usando dados atualizados para os países da amostra original. Os resultados apresentados na Tabela 1 mostram que, para países com baixos níveis de reservas internacionais e fracos fundamentos, o coeficiente estimado para o aumento dos empréstimos é significativo mas que o coeficiente estimado para o aumento da taxa de câmbio real não é significativo. Pattillo menciona, sem divulgar os resultados estatísticos, que o uso do modelo Sachs para explicar a crise asiática apresentou ajustamentos estatísticos pobres e que apenas o coeficiente estimado dos empréstimos excessivos dos países com baixos níveis de reservas internacionais e fracos fundamentos foi significativo e com o sinal correto. A conclusão de Pattillo foi de que a relação de causalção entre fundamentos macroeconômicos e intensidade da crise do modelo de Sachs foi verificada na crise do México mas não na crise do Leste Asiático.

#### **4.2 A interpretação da crise monetária brasileira de 1999**

Após quinze anos de escalada inflacionária, desafiando os princípios tanto ortodoxos como heterodoxos de estabilização, a economia brasileira parece ter reaprendido a conviver com reduzidos patamares do índice de preços. O elemento crucial para a queda observada da inflação – de dois dígitos mensais para dois dígitos anuais – foi a implantação do programa de estabilização econômica, denominado de Plano Real. A queda da inflação teve aceitação plena da sociedade, derivando na eleição e reeleição do presidente Fernando Henrique Cardoso.

Assim, em 1994, o Governo brasileiro, finalmente, iniciou um plano de estabilização econômica que criou uma ligação entre gastos, criação de moeda e inflação. O Plano Real envolveu uma desindexação temporária. Entretanto, a desindexação estava amarrada, através da taxa de câmbio, ao dólar americano.

Para aumentar a competitividade e pressionar o poder dos oligopólios e monopólios, o Brasil começou a liberalizar não só as restrições para investimentos estrangeiros, mas também o comércio. Dessa forma, o Brasil também deu início aos primeiros passos para

resolver o problema deficitário do governo. Contudo, o sucesso da estabilização foi contrabalançado por problemas de outra natureza.

O agravamento da situação fiscal do setor público, o aumento do desemprego e a deterioração da conta corrente são exemplos claros disso. Tais problemas, por sua vez, acabaram por levar à ruptura do regime cambial prevalecente e à substituição da presidência do Banco Central em janeiro de 1999.

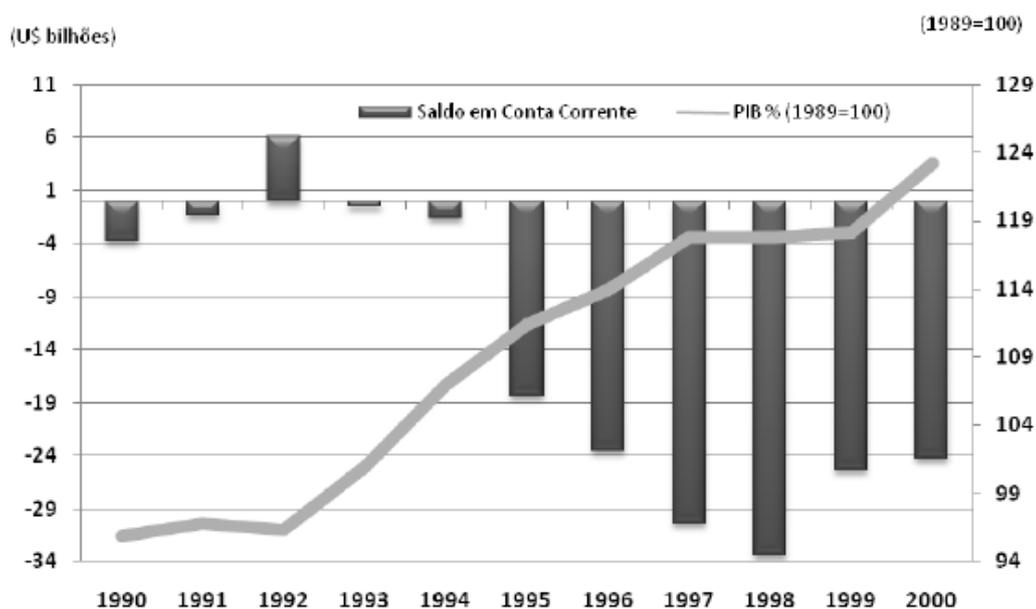


Figura 9. Evolução do Crescimento do PIB (1989=100) e do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões) No Brasil.

Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, 2007

Embora possa se afirmar que a deterioração dos fundamentos macroeconômicos tenha evidenciado a fragilidade do regime cambial no período e levado ao seu eventual colapso em 1999, eventos externos colaboraram em demasia para tanto, em particular a crise “Tequila”, a crise do Leste da Ásia e a crise da Rússia. Esta última, irrompida em agosto de 1998 com a moratória das obrigações públicas e privadas do país, acabou por gerar uma crise de confiança no mercado acerca da credibilidade dos países emergentes, conduzindo a uma fuga maciça de capitais da economia brasileira. Tal fato acabou minando a capacidade do governo de sustentar o regime cambial prevalecente, levando à crise em janeiro de 1999.

A opinião de acadêmicos e analistas sobre o evento em pauta tem convergido para essa visão, qual seja: a causa primária da crise brasileira está associada à deterioração dos fundamentos econômicos, em particular a apreciação cambial e os déficits em transações correntes, bem como o aumento da dívida pública em nível bastante elevado. O irromper da crise, por outro lado, teve como fator desencadeador a crise da Rússia, que exacerbou a desconfiança dos investidores internacionais com respeito aos mercados emergentes. Três trabalhos interessantes sobre o tema seguem essa linha de argumentação. Miranda (1999), por exemplo, investigando os determinantes das crises cambiais e ataques especulativos no Brasil, no período de 1982 a 1999, encontrou fortes evidências estatísticas de que a desvalorização ocorrida em 1999 esteve relacionada aos fundamentos macroeconômicos da economia. Particular ênfase foi dada às seguintes variáveis: oferta de moeda nacional, taxa real efetiva de câmbio, taxa internacional de juros, liberalização dos controles sobre fluxo de capitais, reservas internacionais, produto interno bruto, saldo da balança comercial, nível externo de preços e taxa de câmbio de venda fixada pelo governo.

Interpretação similar é fornecida por Cardoso e Helwege (1999) em um trabalho elaborado para a conferência realizada pelo National Bureau Economic Research (NBER) sobre a crise brasileira de 1999. O argumento desenvolvido pelos autores para a explicação da crise em pauta tem como base a teoria dos Déficitos Gêmeos - seguindo a argumentação de Krugman (1979). De acordo com essa teoria, os déficits externos podem ser interpretados como uma consequência direta dos déficits públicos e dos excessos de demanda da economia. Para o caso brasileiro, especificamente, o ajuste fiscal insuficiente levou o governo a manter as políticas monetária e creditícia em níveis reduzidos e a moeda apreciada. O objetivo básico foi dar prosseguimento à estabilização de preços. O câmbio apreciado dava suporte à entrada desenfreada de bens e serviços importados no país, permitindo o equilíbrio entre oferta e demanda, além de garantir uma maior concorrência interna. Os elevados diferenciais de juros interno e externo forneciam altas taxas de retorno para investidores, garantindo a entrada constante de fluxos de capitais no país.

Entretanto, essa entrada abundante de recursos não consistiu em um “almoço grátis”. Para evitar uma expansão monetária induzida por essa entrada abundante de capitais, estes foram esterilizados parcialmente, criando significativos custos fiscais para o setor

público. As altas taxas de juros adotadas no período contribuíram para agravar o problema fiscal do governo, levando a um rápido crescimento da dívida pública. A percepção dos investidores acerca da inconsistência da política adotada e a sustentação da política cambial acabou levando à crise.

Vista a essência do problema, restam outras duas perguntas a serem respondidas: o que levou ao irromper da crise? A desvalorização pode ser interpretada como uma escolha de objetivos econômicos ou reflete uma falta de opção governamental?

A resposta à primeira pergunta nos remete ao trabalho de Goldfajn (2000). De acordo com o autor, o timing da crise foi dado por um evento externo, a crise da Rússia, que levou a maciças saídas de capitais do país (sob a forma de investimento em portfolio e dívidas securitizadas), tanto por parte dos investidores internos como também dos residentes.

O autor argumenta, ainda, que a ação dos investidores externos esteve associada às perdas incorridas em razão da reestruturação da dívida russa e em decorrência da desvalorização do rublo. Além disso, outros investidores foram surpreendidos pelo fato da crise ter ocorrido dentro de um programa do FMI, desencadeando um pânico que se espalhou para outros mercados emergentes.

Respondida a primeira pergunta, pode-se partir para a avaliação da segunda questão. É válido, entretanto, antes de realizar a análise qualitativa sobre o assunto, destacar um ponto interessante a esse respeito.

Diversas críticas a respeito dos modelos “fundamentalistas” têm sido realizadas. Essas críticas dividem-se em duas frentes principais. A primeira delas refere-se aos determinantes sobre “se” e “quando” uma crise ocorre, isto é, se surgem em nações cujo regime de taxas de câmbio fixas são insustentáveis no longo prazo, sendo plenamente antecipadas pelos agentes, ou se as crises são eventos auto-realizáveis, despontando em razão de algum evento exógeno, não sendo, desta forma, antecipadas pelos agentes. Em relação à primeira frente, pode-se dizer que a crise brasileira foi plenamente prevista pelos agentes, que já estavam protegidos dos efeitos imediatos da desvalorização (por meio de títulos indexados ao dólar após a crise da Ásia), embora esteja associada

também a um evento externo (a crise russa), que colaborou substancialmente para o seu despertar. Logo, pode-se dizer que ambos os fatores estiveram presentes no caso brasileiro, determinando a crise de 1999.

Já a segunda crítica está relacionada com a mecânica da crise, especificamente ao comportamento do governo na crise. Nos modelos de primeira geração, os governos são tratados como fiéis a sua política em andamento, abandonando a taxa fixada quando o nível de reservas alcança um ponto crítico. Já os modelos de segunda geração tratam o abandono do regime ou da promoção da nova paridade como um problema de escolha governamental. De forma mais específica, o comportamento dos governos é associado a um balanceamento de objetivos conflitantes, como, por exemplo, desemprego e defesa do regime.

No contexto brasileiro, os dois aspectos também pareceram estar presentes. O nível de reservas foi caindo de forma crescente no início de janeiro de 1999, a despeito das mais diversas tentativas de defesa do regime por parte das autoridades locais. Basicamente, essa linha de defesa consistiu na venda de divisas, no aumento da taxa de juros e na assinatura do acordo com o FMI no fim de 1998. Por outro lado, as circunstâncias políticas, no início de 1999, tornaram mais difícil a implementação de novas e impopulares medidas de ajuste, reclamadas pelo Fundo. Desse modo, o contexto recessivo pelo qual passava a economia brasileira parece ter contribuído para a hesitação política na questão da aprovação de medidas necessárias, para eliminar a pressão no mercado cambial. Tal hesitação parece demonstrar a escolha feita pela classe política em relação aos rumos da política econômica (já que, teoricamente, o regime de taxas flutuantes fornece mais liberdade para a condução de políticas econômicas centradas no equilíbrio interno). De acordo com Filgueiras (2000, pp.186-188), essa escolha feita pela classe política, por sua vez, parece ter contribuído também para exacerbar a saída de capitais do país e para efetivar a crise, uma vez que evidenciou para os investidores que as medidas requeridas para a manutenção do regime não seriam implementadas.

Olhando um pouco para os modelos empíricos apresentados e para a teoria econômica sobre as crises, A tese de que a principal defesa contra ataques especulativos é a existência de fortes fundamentos macroeconômicos é simpática à maior parte dos

economistas e baseia-se no princípio de que a administração da economia deve ser prudente, observando parâmetros limites para os principais indicadores macroeconômicos como déficit fiscal, déficit do balanço de pagamentos, razão dos endividamentos interno e externo em relação ao PIB, taxa de inflação, taxa de juros, etc.

Alguns economistas argumentam que os padrões de contágio são diferenciados pelos fundamentos da economia enquanto para outros não existe padrão de contágio e a crise se alastra aleatoriamente para outros países. Os primeiros argumentam que a crise inicial em um país deteriora os fundamentos econômicos de outros países causando o contágio, enquanto para os últimos o contágio é causado pelo pânico especulativo ou comportamento de manada dos investidores. As estimativas contraditórias obtidas por Sachs, Stiglitz e Patillo para as crises do México e dos países asiáticos podem ter resultado de diferentes estimativas das variáveis índice da crise e apreciação da taxa de câmbio real assim como diferentes amostras de países e definições das variáveis dummy para fracos fundamentos e baixas reservas internacionais.

No caso brasileiro, pode-se averiguar que na raiz da crise local esteve presente o notório problema do balanço de pagamentos do país, bem como os persistentes problemas fiscais que vêm acompanhando a nação desde a década de 1980. Contudo, por trás do irromper da crise, um evento externo esteve presente, a crise russa, que desencadeou a reversão das expectativas favoráveis dos investidores em relação à economia brasileira e levou à fuga de capitais do país. Notou-se também que, embora a queda contínua do nível de reservas tenha restringido as opções governamentais na defesa do regime, outro fator determinou as escolhas políticas acerca da manutenção do regime prevalecente no período: a deterioração social interna, evidenciada no elevado nível de desemprego que afligia o país no período. Tal fato demonstra a complexidade que envolveu o evento, o qual contou com elementos descritos em ambos os modelos: primeira e segunda geração.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os grandes problemas da humanidade em termos de economia, tal como as crises que tem ocorrido, os progressos econômicos, a Revolução Industrial, a Revolução Agrícola, a Revolução Financeira e muitas outras formas de problema que a humanidade tem enfrentado, sempre têm a ajuda da história. Mesmo que se queira dar um caráter particularizado à economia estática, não se pode esquecer que a história também esteja e está presente, indicando onde está errado e onde está certo pelo prisma do processo evolutivo da humanidade. Desta forma, a história exerce a sua grande influência na economia como elemento basilar da solução dos problemas econômicos que todos atravessam em todos os tempos, pois o fundamento mais importante são os documentos históricos que proporcionam sustentáculos.

Portanto, é indispensável a qualquer economista, seja qual for seu nível de experiência, e a qualquer pessoa que se interesse um pouco em entender como as decisões de policymakers afetam os agentes envolvidos em uma economia integrada e complexa, a compreensão dos fatos históricos. Aprender com erros passados pode ser fundamental na hora de agirmos, seja para implementar medidas que afetam a economia, e o bem-estar da economia como um todo, seja para implementar medida que afetam o próprio bem-estar.

Particularmente, estudar o Brasil nos fornecerá uma diversidade de assuntos e medidas que deram certo e errado em apenas duas décadas e, numa combinação de sorte e competência, se uniram em um único espectro, fornecendo, dessa forma, um amplo repertório de estudo.

De forma resumida, podemos aprender antigos modelos para realizar novos truques, afinal a economia é “não um conjunto de verdades concretas,mas o motor para a descoberta de verdades concretas”(Alfred Marshall).

## **6.REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS**

1. Furman, Jason, e Joseph Stiglitz, "**Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia**",Brookings Papers of Economic Activity 2, 1998, pp. 1-114.
2. Sahs, Jeffrey, Aaron Tornell e Andrés Velasco. 1996. "**Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995**", Brookings Papers on Economic Activity 1, pp 147-215.
3. Glick, Reuven e Andrew Rose. 1998. "**Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional ?**", NBER Working Paper no. 6806, National Bureau of Economic Research.
4. Kaminsky, Gabriela , Saul Lizondo e Carmen M. Reinhart. 1998. "**Leading Indicators of Currency Crises**", IMF Staff Papers 45 (1), pp 1-48.
6. Berg, Andrew, e Catherine Patillo. 1999. "**Are Currency Crises Predictable? A Test**" , IMF Staff Papers (46) : pp. 107-138.
- 7.ABIDIN, Mahani Z. **The financial crisis in Malaysia: the economic and political consequences**. Malaysia's economy crisis and recovery. Pasir Panjang: Institute of Southeast Studies, 1999. Disponível em: <<http://www.iseas.edu.sg/>>.
- 8.ADELMAN, Irma, BYUNG NAK, Song. **The Korean financial crisis of 1997-98**. Não publicado. Berkley: University of California at Berkeley, 1999. Disponível em: <<http://are.berkeley.edu/~adelman/>>.
- 9.EICHENGREEN, Barry. **Crises Financeiras: análise, prevenção e gestão**. Rio de Janeiro:Campus, 2003.
  
- 10.GIAMBIAGI, Fabio.**Economia Brasileira Contemporânea 1945-2005**.
  
- 11.JOHNSON, Simon, KWAK,James. **13 Bankers – The Wall Street Takeover and the next financial metldown**"
  
12. CLYDE, Gary,WADA,Erika. **Hazards and Precautions: Tales of international Finance**".
  
13. KRUGMAN, Paul. **Crise 2008 e a economia da depressão**.
  
- 14.EICHENGREEN, Barry.**Globalizing Capital** (último capítulo).

15. BORDO, Michael; EICHENGREEN, Barry; KLINGEBIEL, Daniela; MARTINEZ-PERIA, MARIA S. **Is this crisis problem growing more severe?**

16. WHITT, Joseph A. Jr. **The Mexican peso Crisis.** *Economic Review.* Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 1996.

17. STIGLITZ, Joseph E. **Os exuberantes anos 90: uma nova interpretação da década mais próspera da história**