

SÁVIO SOARES BRAGA

Matrícula 11521ECO018

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DAS CRISES FINANCEIRAS DOS
ANOS 1990

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

Uberlândia - MG

2022

SÁVIO SOARES BRAGA

Matrícula 11521ECO018

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DAS CRISES FINANCEIRAS DOS
ANOS 1990

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Profa. Vanessa da Costa Val Munhoz

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

SÁVIO SOARES BRAGA

Matrícula 11521ECO018

UMA ANÁLISE EXPLORATÓRIA DAS CRISES FINANCEIRAS DOS
ANOS 1990

Monografia apresentada ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 25 de março de 2022

Profa. Vanessa da Costa Val Munhoz

Prof. Flávio Vilela Vieira

Profa. Thaís Guimarães Alves

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos os servidores da Universidade Federal de Uberlândia, principalmente aos funcionários e professores do Instituto de Economia e Relações Internacionais, em especial à minha orientadora Profa. Vanessa Val pela sua enorme contribuição na elaboração desta monografia. Agradeço também aos colegas e amigos que fiz durante a graduação que, juntamente com os professores, ajudaram no meu desenvolvimento acadêmico e pessoal.

Agradeço também à minha família por todo o suporte. Meus irmãos Henrique, Murilo, Camila e Daniel, e aos meus pais João e Sueli, que sempre ressaltaram a importância da educação.

RESUMO

O objetivo desta monografia é analisar as crises financeiras da década de 1990 e em países emergentes selecionados e verificar se é possível interpretá-las com base na teoria pós-Keynesiana, mais especificamente a partir do modelo de fragilidade financeira de Hyman P. Minsky. Desta forma, será realizada uma pesquisa bibliográfica descritiva, repassando abordagens ortodoxas e heterodoxas sobre crises financeiras e analisando cada crise especificamente. A análise empírica será realizada utilizando indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira, buscando identificar se essas economias passaram por ciclos financeiros *boom-bust*, com momentos euforia financeira sucedidos por momentos de recessão econômica. Os resultados encontrados sugerem que as economias do México, Leste Asiático, Rússia e do Brasil, nos anos 1990, podem se enquadrar na teoria de Minsky, apresentando ciclos de crescimento nas transações correntes que são acompanhados pelo aumento da vulnerabilidade financeira.

PALAVRAS-CHAVE: Crises financeiras; Países emergentes; Vulnerabilidade financeira.

ABSTRACT

The aim of this work is to analyze the financial crises of the 1990s and in selected emerging countries and to verify whether it is possible to interpret them based on post-Keynesian theory, more specifically from Hyman P. Minsky's model of financial fragility. Thus, a descriptive bibliographic research will be carried out, reviewing orthodox and heterodox approaches to financial crises and analyzing each crisis specifically. The empirical analysis will be carried out using economic indicators and financial vulnerability, seeking to identify whether these economies have gone through boom-bust financial cycles, with moments of financial euphoria succeeded by moments of economic recession. The results suggest that the economies of Mexico, East Asia, Russia and Brazil, in the 1990s, may fit the Minsky theory, presenting cycles of growth in current transactions that are accompanied by increased financial vulnerability.

KEYWORDS: Financial crises; Emerging countries; Financial vulnerability.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxa de câmbio real efetiva (ano-base 2010).....	54
Gráfico 2 – Taxa de câmbio nominal (moeda local corrente por dólar)	55
Gráfico 3 – Relação entre conta corrente e PIB (% do PIB).....	57
Gráfico 4 – Taxa de crescimento do PIB (Variação percentual).....	58
Gráfico 5 – Dívida externa (US\$ milhões).....	60
Gráfico 6 – Exportação de bens e serviços (US\$ milhões)	61
Gráfico 7 – Estoque da dívida externa (% das exportações de bens, serviços e renda primária).....	63
Gráfico 8 – Pagamento de juros sobre a dívida externa (% das exportações de bens, serviços e renda primária).....	64
Gráfico 9 – Taxa de inflação (Variação percentual)	65
Gráfico 10 – Reservas internacionais (US\$ milhões)	67
Gráfico 11 – Taxa de juros (% ao ano)	68
Gráfico 12 – Conta financeira – México (US\$ milhões).....	70
Gráfico 13 – Conta financeira – Coréia do Sul (US\$ milhões).....	70
Gráfico 14 – Conta financeira – Tailândia (US\$ milhões).....	71
Gráfico 15 – Conta financeira – Filipinas (US\$ milhões).....	71
Gráfico 16 – Conta financeira – Indonésia (US\$ milhões)	72
Gráfico 17 – Conta financeira – Malásia (US\$ milhões)	72
Gráfico 18 – Conta financeira – Rússia (US\$ milhões)	73
Gráfico 19 – Conta financeira – Brasil (US\$ milhões)	74

Sumário

RESUMO	5
LISTA DE GRÁFICOS	7
INTRODUÇÃO	9
1. REVISÃO DA LITERATURA TEÓRICA SOBRE MODELOS DE CRISES FINANCEIRAS	11
1.1. ABORDAGEM ORTODOXA SOBRE CRISES FINANCEIRAS	11
1.1.1. Modelos de Primeira Geração.....	11
1.1.2. Modelos de Segunda Geração	13
1.1.3. Modelos de Terceira Geração	14
1.2. ABORDAGEM HETERODOXA SOBRE CRISES FINANCEIRAS	19
1.2.1. Modelo de fragilidade financeira de HymanMinsky	20
1.2.2. Modelo de Minsky adaptado para economia aberta.....	25
1.2.3. Interpretação pós keynesiana para crises dos sistemas financeiros	30
2. ANÁLISE HISTÓRICA DAS CRISES FINANCEIRAS DOS PAÍSES EMERGENTES DA DÉCADA DE 1990	32
2.1. CRISE DO MÉXICO – 1994.....	34
2.2. CRISE DO LESTE ASIÁTICO – 1997	37
2.3. CRISE DA RÚSSIA – 1998.....	44
2.4. CRISE DO BRASIL – 1999.....	47
2.5. COMPARAÇÃO ENTRE AS CRISES	51
3. ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICOS E DE VULNERABILIDADE FINANCEIRA	53
3.1. TAXA DE CÂMBIO	53
3.2. RELAÇÃO ENTRE CONTA CORRENTE E PIB	56
3.3. PIB.....	58
3.4. DÍVIDA EXTERNA	59
3.5. EXPORTAÇÃO.....	61
3.6. RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA E EXPORTAÇÕES	62
3.7. SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA COMO FRAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES.....	64
3.8. TAXA DE INFLAÇÃO	65
3.9. RESERVAS INTERNACIONAIS	66
3.10. TAXA DE JUROS	68
3.11. CONTA FINANCEIRA	69
3.12. COMPARAÇÃO ENTRE AS CRISES	74
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	77
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	79

INTRODUÇÃO

O objetivo desta monografia é analisar as crises financeiras da década de 1990 em países emergentes selecionados e verificar se é possível interpretá-las com base na teoria pós-Keynesiana, mais especificamente a partir do modelo de fragilidade financeira de Hyman P. Minsky. Desta forma, será realizada uma pesquisa bibliográfica descritiva, repassando abordagens ortodoxas e heterodoxas sobre crises financeiras e analisando cada crise especificamente. Serão analisados dados econômicos e de vulnerabilidade financeira, buscando identificar se essas economias passaram por ciclos financeiros *boom-bust*, com momentos de euforia financeira sucedidos por momentos de recessão econômica.

O processo de abertura financeira, trouxe consigo alguns problemas que, posteriormente, afetariam os países emergentes, enfatizando suas fragilidades. Um desses problemas, causado pela maior integração financeira, foi o efeito contágio, que ocorre quando, em períodos de turbulência financeira, choques ocorridos em algum país contagiam a economia de outro, independentemente da situação dos fundamentos macroeconômicos de ambos países. O termo efeito contágio, ficou conhecido na década de 1990 após as crises financeiras dos mercados emergentes.

No decorrer da década de 1990, foram observadas diversas crises nos mercados emergentes que, apesar de pertencerem ao mesmo bloco de países, possuem características econômicas distintas, de modo que, pode-se considerar que esses países sofreram com o efeito contágio. As crises mais analisadas pela literatura econômica no período são a crise do México (1994), do Leste Asiático (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999). Essas crises apresentaram características que eram, até o momento, praticamente ignoradas pela literatura convencional, como imprevisibilidade e desvinculação com fundamentos fiscais e monetários, causando uma espécie de revolução no *mainstream* econômico, gerando discussões e motivando novas formas de análises de crises financeiras, o que justifica o trabalho.

A hipótese básica do presente trabalho, é que as crises financeiras dos países emergentes na década de 1990 estiveram relacionadas entre si e podem ser interpretadas à luz da corrente teórica heterodoxa pós-keynesiana, por meio do modelo de instabilidade financeira de Hyman P. Minsky (1982). Desta forma, busca-se realizar uma análise das crises financeiras dos anos 1990 nos países emergentes, identificando suas semelhanças e diferenças, discorrendo sobre as vertentes ortodoxas utilizadas como explicação para essas crises e defendendo uma interpretação heterodoxa, utilizando a abordagem pós-keynesiana do modelo de ciclo econômico desenvolvido por Hyman P. Minsky (1982). Para isto, será feita

uma pesquisa bibliográfica descritiva de natureza básica, possuindo tanto abordagem quantitativa quanto qualitativa.

Além desta introdução, o trabalho será estruturado em mais quatro seções. No primeiro capítulo, será realizada uma revisão teórica das diferentes abordagens sobre crises financeiras. Primeiramente serão desenvolvidas as abordagens ortodoxas para crises financeiras, tratando os modelos de três gerações de crises cambiais. Em segundo lugar, será apresentada uma abordagem heterodoxa, utilizando a teoria pós-keynesiana por meio do modelo de fragilidade financeira de Hyman P. Minsky, e adaptando-o para uma economia aberta. No segundo capítulo, será realizada uma análise histórica, tratando de cada crise selecionada individualmente, sendo as crises do México (1994), da região do Leste Asiático (1997), da Rússia (1998) e do Brasil (1999), demonstrando suas especificidades. A escolha dessa seleção de países se justifica em função da profundidade experimentada por cada um dos países e pelo alcance do efeito contágio. No terceiro capítulo, será realizada uma análise de indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira, buscando identificar o grau de vulnerabilidade das economias analisadas e se existe um caráter cíclico nessas economias, com momentos de expansões nas transações econômicas que são acompanhadas pelo crescimento da fragilidade financeira e, conseqüentemente, retração. Por fim, serão apresentadas as considerações finais acerca da pesquisa empreendida.

1. REVISÃO DA LITERATURA TEÓRICA SOBRE MODELOS DE CRISES FINANCEIRAS

Este capítulo se dedica à revisão teórica de diferentes abordagens sobre crises financeira que embasam a análise das crises experimentadas pelos países emergentes nos anos 1990.

1.1. ABORDAGEM ORTODOXA SOBRE CRISES FINANCEIRAS

A literatura ortodoxa sobre crises financeiras será apresentada por meio dos modelos de três gerações de crises. Relacionando esses modelos com as crises financeiras ocorridas nos países emergentes nos anos 1990, observa-se que os modelos de primeira geração eram predominantes antes dessas crises e foram a base para o desenvolvimento dos modelos das outras gerações. Os modelos de segunda geração foram desenvolvidos após a crise do Sistema Monetário Europeu e foi aplicado para a crise do México. Os modelos de terceira geração foram desenvolvidos como explicação para a crise do Leste Asiático.

1.1.1. Modelos de Primeira Geração

O modelo canônico de primeira geração foi desenvolvido por Krugman (1979) como uma explicação para as crises enfrentadas pelos países latino-americanos no final dos anos 70 e início dos 80. De acordo com Prates (2005) esse modelo parte de uma estrutura simples, com previsão perfeita e equilíbrio único, para sustentar que as crises cambiais são o resultado previsível de ataques especulativos inevitáveis feitos pelos agentes privados como uma resposta racional às políticas domésticas inconsistentes. Essa inconsistência ocorre devido à combinação de uma política de câmbio fixo com uma política fiscal expansionista. Segundo Aldrighi e Cardoso (2009, p. 62) “a recorrente monetização torna inócuo o esforço do governo de preservar a paridade cambial, resultando na exaustão das reservas e na crise”.

Para o modelo, Krugman (1979) adota algumas hipóteses simplificadoras que podem ser divididas entre hipóteses gerais e hipóteses relacionadas especificamente aos mercados cambial e monetário. Segundo Prates (2005):

As hipóteses gerais são: país pequeno que produz somente um bem comercializável, cujo preço é determinado no mercado internacional, ou seja, depende da Paridade do Poder de Compra (PPC); pleno emprego e preços e salários flexíveis; as expectativas são racionais no sentido forte, isto é, além dos agentes serem racionais há previsibilidade perfeita (mundo de certeza), o que implica inflação esperada igual à realizada e paridade não coberta de taxa de juros.

Já o segundo grupo inclui as seguintes hipóteses: no âmbito do mercado cambial, a taxa de acumulação de moeda estrangeira corresponde ao saldo da balança

comercial, ou seja, não existe conta de capital; no âmbito do mercado monetário, a oferta de moeda doméstica corresponde à base monetária, ou seja, à emissão primária de moeda pelo banco central, pois não existem bancos privados; esta oferta cresce a uma taxa constante para financiar o déficit fiscal; os investidores estrangeiros não detêm moeda doméstica e os residentes podem alocar sua riqueza real entre dois tipos de ativos – moeda doméstica e moeda estrangeira –, cujo rendimento nominal é nulo. (PRATES, 2005, p. 361).

Dada as hipóteses simplificadoras do modelo, sua dinâmica depende da interação entre as ações do banco central e do setor privado. Para garantir a Paridade do Poder de Compra, o banco central deve fixar a moeda local à moeda de seu maior parceiro comercial e utilizar seu estoque de moeda estrangeira para garantir esse preço. Os investidores residentes podem alocar sua riqueza entre moeda local e estrangeira dependendo da condição de equilíbrio de portfólio, a escolha pela moeda local será feita quando for oferecida uma maior taxa de rendimento na forma de uma inflação mais baixa.

Como o governo deve fixar a taxa de câmbio, ele não tem controle sobre como financiar seu déficit fiscal pelo fato de a demanda por moeda doméstica do setor privado ser estável. Quando o governo emitir mais moeda que a quantidade demandada pelo setor privado, os investidores trocarão o estoque adicional de moedas por reservas, que decrescem conforme a taxa de crescimento da base monetária. Como explica Prates (2005, p. 362) “esta base cresce a uma taxa constante para financiar o déficit fiscal do governo e a autoridade monetária não pode contrabalançar a variação das reservas por variações da oferta primária de moeda, ou seja, não pode esterilizar o fluxo de reservas”. Desta forma, quando o governo é deficitário a manutenção da paridade é impossível.

Em algum momento, a perda gradual de reservas se transforma em uma crise. Neste momento, os agentes, sabendo que o governo não conseguirá sustentar a paridade, desejarão comprar o estoque de moedas do governo e a crise irá se iniciar antes do término desse estoque.

Se os investidores não antecipam as ações do governo, ou seja, se não há especulação, quando as reservas acabam a variável de ajuste se torna o nível de preços. Ocorre um aumento na oferta de moeda, o que acarreta no aumento no nível de preços, em uma queda na demanda por moeda local e em um aumento na taxa de câmbio, causando perda de capital para os especuladores. Entretanto, os agentes são racionais e antecipam com precisão as ações, ao trocarem o estoque de moedas domésticas por moedas estrangeiras e realizarem o ataque especulativo contra as reservas do governo, os especuladores conseguem evitar a perda de capital. Assim, pode se notar que são as expectativas dos agentes que intensificam as especulações e provocam uma crise cambial.

Nos modelos de primeira geração, a crise cambial é fruto da inconsistência macroeconômica conduzida, que é rebatida pela antecipação das ações por parte dos agentes econômicos, que sempre será correta dada a hipótese simplificadora de previsibilidade perfeita. Dessa forma, se pode concluir que as crises financeiras ocorrem por falhas de governo.

1.1.2. Modelos de Segunda Geração

Os modelos de primeira geração se mostraram inconsistentes para a interpretação das crises do Sistema Monetário Europeu (SME), que apresentaram características diferentes, que contrariavam algumas hipóteses simplificadoras do modelo canônico. Os modelos de segunda geração surgiram realizando algumas alterações nos modelos de primeira geração para explicar esse novo tipo de crise.

Os modelos de segunda geração possuem algumas semelhanças com o modelo canônico de primeira geração, como a hipótese de mercados financeiros eficientes e que a crise advém de problemas macroeconômicos. A principal distinção entre os modelos, é que no segundo, o governo pode escolher qual será a política monetária, realizando para isso, uma análise de custo-benefício social. (CURADO E CANUTO, 2001, P.43). Segundo Flood & Marion (1998) apud Prates (2005) existem dois tipos de modelos de segunda geração.

O primeiro tipo são os modelos de ataques especulativos autorrealizáveis, nos quais mudanças na política monetária, em decorrência dos ataques especulativos, podem causar uma crise autorrealizável, mesmo se as políticas fiscal e monetária vigentes forem compatíveis com o regime de câmbio fixo. Segundo Jeanne (1996) apud Prates (2005)

Os novos modelos procuram preencher a lacuna daquele modelo – a inexistência de uma explicação para as expectativas de adoção de uma política monetária inflacionista após a crise, que resultam no ataque especulativo autorrealizável – a partir da adoção de uma definição mais ampla dos fundamentos, que inclui, além dos fundamentos tradicionais ou “estritos” (políticas fiscais e monetárias correntes), todas as variáveis exógenas que influenciam as antecipações dos agentes atuantes no mercado de câmbio sobre a política monetária futura do governo, como o nível de desemprego, o grau de endividamento do setor público e a situação do sistema bancário. (JEANNE, 1996 apud PRATES, 2005, p. 365).

Dessa forma, apesar dos fundamentos estritos serem compatíveis com o regime de câmbio fixo, os agentes realizam um ataque especulativo se houver uma degradação dos fundamentos ampliados, o que coloca em risco a eficiência dos fundamentos estritos.

O segundo tipo de modelos, conhecidos como modelos de “cláusula de escape”, possuem maior foco na racionalidade das decisões de políticas econômicas do governo,

deixando o comportamento do setor privado e das reservas cambiais em segundo plano. Segundo Prates (2005)

A questão fundamental a ser enfrentada pelo governo é permanecer ou não no sistema de câmbio fixo (ou seja, desvalorizar ou não), e esta decisão deverá ser tomada em função dos seus objetivos mais gerais e do contexto macroeconômico, que inclui não somente a situação fiscal, mas um conjunto mais amplo de variáveis, isto é, os fundamentos “ampliados”. (PRATES, 2005, p. 365).

Se o governo forçar para preservar a paridade da taxa de câmbio, pode levar a um aumento na taxa de desemprego, levando os investidores a duvidarem da disposição do governo em manter a paridade, o que levaria o governo a aumentar a taxa de juros. Com o aumento do custo de manter a paridade, o governo acabaria desvalorizando a taxa de câmbio. Dessa forma, a crise cambial é resultado de mudanças autorrealizáveis nas expectativas do mercado.

Um país que possui fundamentos fiscais e monetários sólidos também pode ser atingido pela crise, porém, os fundamentos possuem importância com relação à probabilidade e a eficácia dos ataques especulativos. O ataque será eficaz e resultará na crise, se houver uma região de fundamentos fracos, que abrangem além das políticas fiscais e monetárias, outros aspectos como a taxa de desemprego, a situação do sistema bancário e o nível de endividamento do setor público. Nessa situação, os custos de defender a paridade da taxa de câmbio serão tão altos que o ataque especulativo autorrealizável será inevitável.

Nesse modelo, quando o país se encontra numa região frágil, existe a possibilidade de equilíbrios múltiplos, com equilíbrio com ataque especulativo e sem ataque, ou seja, com crise ou sem crise. Se os agentes se coordenarem no equilíbrio sem ataque especulativo, a crise não acontecerá. Não existe uma razão certa para que os agentes se coordenem no equilíbrio com ou sem ataque especulativo, sendo assim, os dois tipos de equilíbrios possuem a mesma probabilidade de ocorrer.

Portanto, pode-se concluir que nos modelos de segunda geração a crise surge quando o custo social da manutenção do regime cambial for superior ao benefício de sua manutenção, sendo que o custo social de manutenção da taxa de câmbio pode ser medido pela taxa de desemprego e pela redução da competitividade externa.

1.1.3. Modelos de Terceira Geração

Os modelos de terceira geração foram desenvolvidos após a crise do Leste Asiático em 1997. Os países afetados apresentavam sólidos fundamentos fiscais e monetários, não se enquadrando nos modelos de primeira geração. Também não se enquadravam nos modelos de

segunda geração, pois os países do Leste Asiático eram reconhecidos por sua capacidade de controlar os fundamentos “ampliados” da macroeconomia, ou seja, pela capacidade de combinar os fundamentos macroeconômicos estáveis com um elevado crescimento. Diferentemente dos modelos anteriores, os modelos de terceira geração entendem a crise financeira como consequência de problemas de assimetrias de informação no mercado financeiro.

Segundo Prates (2005), nos modelos de terceira geração ocorre um colapso simultâneo dos regimes de câmbio administrado e dos sistemas bancários domésticos após uma reversão súbita de capitais, caracterizando as chamadas crises gêmeas. Nestes modelos, o foco muda dos fundamentos macroeconômicos para as características próprias do sistema financeiro dos países emergentes. O ponto central para a explicação das crises cambiais é a fragilidade desses sistemas, existindo uma relação forte entre crises bancárias e crises cambiais.

A hipótese de assimetria de informações ocorre quando uma das partes de uma transação econômica tem mais informações que as outras. Sua existência pode resultar em seleção adversa, risco moral e comportamento de manada. Além da assimetria de informação, Curado e Canuto (2001) enfatizam nos modelos de terceira geração, os problemas de contágio entre os países. O efeito contágio ocorre quando choques ocorridos no sistema financeiro de um país, contagiam o sistema financeiro de outro país independentemente da situação dos seus fundamentos macroeconômicos. Sobre o termo do efeito contágio

[...] o termo contágio tornou-se conhecido a partir da análise das crises da década de 1990, quando choques originados em determinado mercado estenderam-se a vários mercados de outros países e dificilmente conseguiam ser explicados por mudanças nos fundamentos macroeconômicos. (BERGMANN ET AL., 2010 apud PEROBELLI, VIDAL E SECURATO, 2013, p.559).

Segundo Prates (2005), existem três grupos de modelos de terceira geração que se diferenciam pela origem da fragilidade dos países emergentes e pela abordagem analítica utilizada.

No primeiro grupo de modelos, a abordagem analítica utilizada é semelhante à dos modelos de primeira geração, pois a crise é resultado de um ataque especulativo antecipado contra as reservas do banco central. Entretanto, nesses modelos a inconsistência da política macroeconômica ao ataque especulativo antecipado e à crise, estão associadas ao risco moral criado pelas garantias governamentais.

Um modelo que se enquadra nesse grupo é o de Dooley (1997) denominado de *insurance model*, nele o autor desenvolveu um modelo de crise para os mercados emergentes

utilizando a abordagem analítica de primeira geração e o argumento do risco moral. No modelo, o ingresso de capitais e o *boom* na intermediação financeira doméstica são partes integrais de um ataque especulativo antecipado contra as reservas do governo. A inconsistência na política econômica surgiria pelo desejo de um governo sujeito a uma restrição de crédito manter reservas como uma forma de autossseguro, ao mesmo tempo em que desejava garantir os passivos financeiros dos residentes.

Segundo Prates (2005), dois fatores foram responsáveis pela redução da restrição de crédito dos governos dos países emergentes na década de 1990. O primeiro foi a queda da taxa de juros internacional de 1989, que teria gerado um *insurance fund* para os mercados emergentes devido aos efeitos positivos que isso gerou no estoque de dívida externa, causando a redução dessas, e sobre as reservas cambiais líquidas. O segundo fator, foram os pacotes de salvamento ao México, Argentina e Tailândia, que sinalizaram que esses países poderiam acessar linhas de créditos oficiais que passariam a integrar o *insurance fund*.

O diferencial de rentabilidade criado pelo *insurance fund* seria o responsável pela entrada de capitais, que dependeria do volume de passivos emitidos pelos residentes, que por sua vez, é dependente do sistema de supervisão e regulamentação do país, quanto mais frouxo esse sistema, maior a velocidade de crescimento desses passivos garantidos pelo governo, que seriam as suas obrigações contingentes.

O ataque especulativo antecipado ocorre quando o estoque de reservas internacionais se iguala às obrigações contingentes, eliminando o diferencial de rentabilidade. Nesse momento, os investidores vendem os ativos garantidos ao governo, esgotando as reservas. O regime cambial não irá, necessariamente, se modificar como decorrência do ataque. De acordo com Prates (2005, p. 374) isso ocorre pois “[...] o ataque especulativo é sempre um ataque contra as reservas internacionais, que constituem o passivo contingente do governo, independentemente do tipo de regime cambial.”. Se o regime cambial adotado for o de câmbio fixo, ele entrará em colapso juntamente com a reversão do fluxo de capitais.

Esse modelo também pode ser utilizado para a explicação do efeito contágio. Nele, conforme a ocorrência dos resgates, ocorreria uma redução nos recursos oficiais disponíveis e, assim, no *insurance fund* necessário para a realização de novas operações semelhantes, reduzindo a rentabilidade esperada dos investimentos realizados nos mercados emergentes e resultando no resgate de recursos desses mercados.

No segundo grupo de modelos, a ênfase passa a ser o pânico financeiro dos investidores estrangeiros, aumentando a fragilidade dos sistemas financeiros domésticos. A

abordagem analítica utilizada é próxima aos modelos de segunda geração, pois supõe a existência de ataques autorrealizáveis e equilíbrios múltiplos.

Chang e Velasco (1998), adaptaram o modelo de corrida bancária para economias abertas e com livre mobilidade de capitais de Diamond e Dybvig (1983) e apresentaram um trabalho que se propôs a ser um modelo canônico para as crises financeiras dos mercados emergentes. Segundo Marion (1999) apud Prates (2005), o modelo segue a lógica de que a multiplicidade de equilíbrios está relacionada com a possibilidade de ataques especulativos autorrealizáveis, que podem ser contra as reservas do sistema bancário ou contra as reservas cambiais do banco central.

No modelo, os bancos possuem a função de transformar ativos ilíquidos em passivos líquidos. O modelo compreende o mercado internacional, podendo os bancos se endividarem externamente até um ponto que é determinado de forma exógena. Dessa forma, os bancos passam a possuir mais uma forma de *funding*, além dos depósitos dos agentes domésticos, o endividamento externo também tem essa função. Pelo fato de existirem relações internacionais, o banco pode recorrer ao mercado financeiro internacional se ocorrer algum imprevisto.

A vulnerabilidade dos bancos ocorre de maneira interna e externa. Internamente ela ocorre pelos resgates dos depósitos dos residentes e externamente ao pânico dos credores externos, que pode resultar em uma situação de iliquidez internacional do sistema bancário. Conforme Prates (2005, p. 376), essa situação é “[...] definida como um excesso de obrigações reais e potenciais em divisas em relação aos recursos cambiais possíveis de se obter no curto prazo para honrar essas obrigações” o que pode resultar em uma crise bancária, cambial ou até mesmo gêmea, dependendo do regime cambial vigente.

Devido a falha de coordenação, uma fuga dos credores internacionais se transforma em ataques autorrealizáveis. Pelo fato de o modelo admitir mais de uma possibilidade de equilíbrio, o equilíbrio que prevalecerá é indeterminado, dada a fragilidade dos fundamentos. Neste caso, a fragilidade não vem dos fundamentos macroeconômicos “ampliados” e sim da situação de iliquidez do sistema bancário, que o torna vulnerável ao pânico. Assim, a iliquidez internacional pode resultar na eclosão de uma crise financeira.

Existiram alguns fatores que contribuíram para agravar a fragilidade dos sistemas bancários dos países emergentes nos anos 1990. Entre eles estão os fluxos de capitais associados à abertura financeira, ou seja, o endividamento externo, a tendência de encurtamento dos prazos no mercado financeiro internacional e a liberalização financeira doméstica, principalmente a redução dos encaixes compulsórios; todos esses fatores podem

ampliar o problema de iliquidez dos sistemas bancários. Os dois primeiros fatores estão relacionados com o endividamento e seu vencimento, quanto maior a dívida externa e menor o prazo de vencimento, maior a vulnerabilidade dos sistemas financeiros. No terceiro fator, a redução dos encaixes compulsórios até causaria o aumento do bem-estar, entretanto, também aumentaria o problema de iliquidez dos bancos pois, abriria espaço para um maior descasamento dos prazos e para uma maior competição, eliminando os lucros de monopólio do setor.

Segundo Chang e Velasco (1998) apud Prates (2005), o motivo para essas crises atingirem somente os mercados em desenvolvimento, seria o caráter de subdesenvolvimento dos sistemas financeiros destes mercados, associados ao problema de assimetria de informação, que nestes países é mais prejudicial, dada suas fragilidades regulatórias e institucionais.

No terceiro grupo de modelos, ocorre a integração entre os argumentos do risco moral e do pânico financeiro, com uma mistura das abordagens analíticas utilizadas nos modelos anteriores e que se assemelham também aos modelos de primeira e segunda geração. Um trabalho que utilizou essa abordagem foi Schneider e Tornell (2000), que desenvolveram um modelo onde a crise financeira era motivada por distorções das políticas governamentais e dos mercados.

O modelo desenvolvido pelos autores é de crises gêmeas, no qual os bancos estariam expostos à existência de mecanismos de proteção aos investidores, em caso de crises sistêmicas, e aos contratos imperfeitos. Esta exposição a essas duas distorções do mercado de crédito internacional, pode gerar um crescimento excessivo do crédito, uma apreciação cambial e a autorrealização de crises gêmeas.

Os efeitos dessas distorções sobre a oferta de crédito seriam opostos. Por um lado, a existência de mecanismos de proteção estimula o sobre endividamento, por outro, as imperfeições dos contratos levam os bancos a racionar o crédito e limitam o endividamento. Por determinação do modelo, os mecanismos de proteção só serão acionados em caso de crise sistêmica, então, ele irá somente afrouxar o racionamento de crédito e não o eliminar, pois os bancos ainda irão utilizar o racionamento de crédito para se prevenir de riscos não sistêmicos.

A dinâmica descrita pelo modelo é de um ciclo de crédito financiado por capital externo, que impulsiona o crescimento do setor de não-comercializáveis e resulta em uma crise gêmea. Os bancos são altamente influenciados por esse setor, sendo seus empréstimos para ele, um fator relevante para os problemas nos balanços dos bancos.

Segundo Prates (2005)

O ponto de partida do *boom* é a antecipação, por esse setor, de um aumento da demanda pelos seus produtos (associada, por exemplo, aos efeitos das reformas estruturais, como a abertura comercial), que estimula a expansão da capacidade produtiva. Esse aumento é financiado mediante empréstimos dos bancos domésticos, a partir de recursos captados no mercado internacional. A presença de garantias relaxa os limites ao endividamento (associados à imperfeição dos contratos), neutraliza o risco cambial e funciona como um substituto para os colaterais dos tomadores domésticos, incentivando a busca de mais *funding* externo, que alavancava os investimentos do setor de não-comercializáveis. Em seguida, a taxa de câmbio começa a se apreciar – devido à alta dos preços dos bens não-comercializáveis, provocada pelo aumento dos investimentos – com impactos positivos sobre o balanço dos bancos, dada a denominação das dívidas em moeda estrangeira, os quais convertem seu maior fluxo de caixa em empréstimos para o setor não-comercializável, fomentando ainda mais o *boom*. (PRATES, 2005, p. 379).

Esse ciclo avança até um determinado ponto em que o estoque elevado de dívidas em moeda estrangeira cria uma situação de fragilidade financeira, tornando a economia vulnerável a ataques autorrealizáveis, que podem resultar em crises gêmeas. Isso ocorre porque essas dívidas foram contraídas principalmente pelo setor de não-comercializáveis, que não possui receitas em moeda estrangeira, transformando o risco cambial em risco de crédito se houver uma desvalorização provocada por ataques especulativos autorrealizáveis. Por existir a possibilidade de equilíbrios múltiplos, a eclosão da crise é indeterminada e depende das expectativas dos agentes, que podem se coordenar no equilíbrio com ou sem ataque.

No modelo, a maior vulnerabilidade dos países emergentes às crises autorrealizáveis é decorrente da inexistência de uma regulação prudencial eficiente.

Sobre os modelos de terceira geração, se pode concluir que, as crises cambiais são fenômenos que estão diretamente relacionadas com ocorrências de problemas no mercado financeiro ou então em decorrência de problemas de contágio entre as economias.

1.2. ABORDAGEM HETERODOXA SOBRE CRISES FINANCEIRAS

Esta monografia se apoiará numa síntese do modelo teórico de fragilidade financeira de Hyman Minsky para explicar a ocorrência de crises financeiras. Trata-se de uma abordagem teórica alternativa aos modelos teóricos de três gerações de crises, explicados na primeira parte do capítulo. O argumento aqui subjacente é o de que as economias capitalistas apresentam expansões cíclicas das transações econômicas que são acompanhadas pelo crescimento da fragilidade financeira à luz da interpretação de Minsky. Assim, parte-se da construção da hipótese financeira deste autor para a interpretação das crises financeiras dos anos 1990.

1.2.1. Modelo de fragilidade financeira de Hyman Minsky

De acordo com Minsky (2008), a principal razão de instabilidades econômicas em diferentes momentos, é a mudança das práticas financeiras e das estruturas dos compromissos financeiros. As práticas financeiras são compromissos de pagamentos expostos em contratos e refletem as condições e expectativas do mercado na época em que os contratos foram assinados. Os compromissos de pagamentos vencem e as dívidas são pagas ao longo do tempo, e o comportamento e a estabilidade da economia mudam de acordo com as mudanças na relação entre os compromissos de pagamentos assumidos e os fundos disponíveis para pagamento, e à medida que aumenta a complexidade dos arranjos financeiros. As mudanças podem ser causadas por oportunidades de lucros abertas a inovadores financeiros, pelo impulso inovador das práticas financeiras e pelas intervenções dos governos e dos bancos centrais.

Para uma análise correta de como os compromissos financeiros afetam a economia, é necessária a análise dos fluxos de caixa das unidades econômicas. Nesse ponto destaca-se a necessidade dos agentes econômicos manterem uma situação de liquidez e solvência, ou seja, segundo Minsky (2008, p. 4) “Isto significa que os compromissos de pagamentos acordados em dívidas devem estar dentro dos limites estabelecidos pelos fluxos de caixa esperados e realizados.”.

Uma causa comum de instabilidade é a necessidade financeira das economias industrializadas e das economias em processo de industrialização, pois nesses casos, o financiamento não é necessário apenas para o comércio e os estoques, mas também para os investimentos e posse de ativos que possuem vida econômica longa. Se esses investimentos de longo prazo forem financiados por obrigações de curto prazo, pode ocorrer uma falta de sincronia entre os compromissos de pagamentos acordados e os fluxos de caixa esperados e realizados. Quanto mais capital-intensiva se torna a produção, mais frágil é a economia à instabilidade, pois é provável que, nesse contexto, apareçam arranjos financeiros em que os devedores pagam suas dívidas com dinheiro obtido por meio de emissão de dívidas.

Minsky (2008) distingue os fluxos de caixa em três tipos, que são os fluxos de renda, fluxos do balanço patrimonial e fluxos da carteira de títulos. Os fluxos de renda são resultados do processo de produção, incluindo o pagamento de todo o processo de produção em um circuito gerador de renda e não somente do produto final. Os fluxos do balanço patrimonial são comandados por obrigações existentes ou herdadas, nesses fluxos ocorre o pagamento do principal e dos juros que são determinados por contratos, quanto menor a duração dos

instrumentos financeiros, maior será o fluxo de caixa do balanço. Os fluxos da carteira de títulos são resultados de transações de ativos de capital e financeiros, podendo ser resultado de decisões de compra ou venda de ativos, ou colocação de novas obrigações em circulação, um exemplo desse fluxo, ocorre durante a produção de bens de investimento e na transformação desses bens de investimento em ativos de capital.

Com relação aos fluxos de caixa que envolvem o investimento, tem-se uma assimetria na relação entre produtor e comprador. Isso porque, para os produtores de bens de investimento, o dinheiro recebido é uma conta de renda, enquanto para o comprador dos bens, o bem de investimento não se diferencia de qualquer outro ativo de capital ou instrumento financeiro. Essa assimetria é um fator importante para inclusão do futuro nas decisões de produção, pois se espera que os bens de investimento gerem fluxos de caixa suficientemente grandes, conforme seu uso na produção e comercialização, e é por isso que eles estão inclusos no estoque de ativos de capital.

Minsky (2008) também distingue os fluxos de balanço patrimonial em três tipos diferentes que são com data determinada, de acordo com a demanda e contingente.

O fluxo com data determinada é composto por quantias mensais que são compromissos de pagamentos, um exemplo é um contrato de financiamento que requer pagamentos mensais de uma quantia estipulada. Esses arranjos são uma forma de acordos em que se troca dinheiro hoje por dinheiro no futuro, se os pagamentos mensais forem feitos na data correta e com a taxa de juros estabelecida, o valor presente comprometido será igual ao dinheiro emprestado. Um contrato se divide entre uma parte do pagamento que é uma redução do principal e outra parte que é o juros, se os pagamentos forem realizados com a taxa de juros que era vigente quando o contrato foi assinado, o valor dos pagamentos restantes será igual ao saldo ainda devedor, porém, se em algum período do contrato, a taxa de juros do mercado for diferente da taxa quando o contrato foi assinado, o valor capitalizado com o restante dos pagamentos será calculado com essa nova taxa, resultando em um valor principal diferente do estabelecido no contrato.

Os contratos que respondem a demanda possuem uma duração indeterminada. Os contratos deste tipo mais comuns e importantes são os depósitos em bancos comerciais e em outras instituições depositárias, tendo como uma prática comum pagamentos por meio de transferências de depósitos. Se somente um banco fosse responsável por emitir esses depósitos, essa prática não teria maiores problemas, porém, o mais comum é que esses pagamentos sejam de transferências de ativos entre bancos. Os arranjos de trocas de ativos

bancários por dinheiro formam um mercado monetário e oferecem acesso aos financiamentos oferecidos pelo Banco Central.

O terceiro tipo de fluxo é o de contratos contingentes. Os direitos contingentes surgem do endosso de notas promissórias de terceiros. Outras formas de direito contingente são seguros de vida, de bens, de acidentes e também as ações. No caso das ações, o direito contingente é proporcional a uma parte dos rendimentos ou a uma parte do valor da empresa se ela for vendida. Os contratos com datas determinadas possuem um tipo de direito contingente especial, no caso, se o devedor não cumprir com o pagamento da dívida, toda a dívida vincenda se torna vencida, esse é um mecanismo de proteção para quem possui dívidas de longo prazo.

A instabilidade financeira de uma economia está ligada à importância relativa dos tipos de fluxos de caixa, sendo que os fluxos de renda são a base em que os fluxos do balanço patrimonial e de carteira se assentam. Uma economia em que os fluxos de renda são dominantes como forma de realizar os pagamentos assumidos no balanço, é relativamente imune a crises financeiras, pois é financeiramente sólida. Uma economia em que as transações de carteira são as formas dominantes de se conseguir meios para honrar os pagamentos assumidos no balanço, está mais suscetível a sofrer com crises financeiras, pois é potencialmente frágil financeiramente.

Em nossa economia, as posições das empresas em ativos de capital são financiadas por lançamentos de ações e dívidas. Similarmente, as posições em instrumentos financeiros são financiadas por combinações de capital próprio, superávits e dívidas. É esperado que os ativos financeiros gerem fluxos de caixa de acordo com o estabelecido nos contratos.

A partir da análise dos fluxos de caixas de unidades econômicas, Minsky (2008) irá construir uma tipologia de agentes. Segundo o autor, existem três tipos de posturas financeiras que podem ser identificadas na estrutura de um sistema, são elas: postura *hedge*, postura especulativa e postura Ponzi. Esses regimes financeiros são caracterizados por diferentes relações entre os compromissos de pagamentos de dívidas e as receitas esperadas pelos ativos de capital.

Unidades com postura financeira *hedge*, esperam que seus fluxos de caixa vindos das operações com ativos de capital sejam suficientes para quitar os compromissos em contratos correntes e futuros. Uma consequência que essa postura financeira possui, é que uma unidade *hedge* não pode ter um grande volume de dívidas à vista. Seu portfólio é composto de forma a se manter sempre solvente, com seus valores de ativos maiores que os valores de passivos e com as receitas previstas maiores que os compromissos assumidos em qualquer período.

Além disso, essas unidades mantêm reservas líquidas para que, caso ocorra algum fato inesperado, consiga se manter solvente. Uma economia com a postura *hedge* é estável financeiramente.

Unidades com postura financeira especulativa, esperam que os fluxos de caixa vindos de operações com ativos, sejam menores que os compromissos de pagamentos de curto prazo, mas, se as receitas e os pagamentos forem separados em renda e retorno do principal, a renda esperada será maior que os compromissos de pagamento de juros de cada período. As deficiências do fluxo de caixa ocorrem porque os compromissos de pagamento do principal são maiores do que as receitas sobre o principal. A postura financeira especulativa envolve o rolamento de dívidas que estão vencendo, ou seja, envolve o financiamento de curto prazo das posições de longo prazo. As unidades que se envolvem em finanças especulativas, esperam que as receitas dos períodos posteriores sejam maiores que os compromissos de pagamentos das dívidas atuais. A movimentação de uma finança *hedge* para uma finança especulativa, ocorre se houver uma queda de renda, porém, se houver um aumento de renda ou se as dívidas forem quitadas, as unidades especulativas podem se mover em direção à postura *hedge*.

Unidades que adotam a postura financeira Ponzi, são ainda mais instáveis e suscetíveis a crises. Isso ocorre, pois, os compromissos de pagamentos de rendas excedem as rendas esperadas e os custos financeiros também são maiores que as rendas, de modo que a quantidade nominal de dívidas pendentes aumenta. As unidades Ponzi capitalizam juros em sua estrutura de obrigações. Um arranjo financeiro especulativo pode se mover em direção a postura Ponzi, se ocorrer um aumento na taxa de juros ou se houver uma queda de suas receitas, porém, se ocorrer uma queda na taxa de juros ou um aumento das receitas, uma unidade financeira Ponzi pode se mover em direção a uma unidade especulativa.

As unidades financeiras que adotam as posturas especulativas ou Ponzi, esperam que os compromissos de pagamentos assumidos, sejam pagos por meio de refinanciamentos, que podem ser conseguidos com o aumento das dívidas ou se desfazendo de estoques de ativos financeiros considerados supérfluos, assim, essas unidades estão mais vulneráveis ao mercado financeiro.

Uma unidade financeira que adota a postura *hedge*, está sujeita a variações apenas nos mercados de produtos e fatores, não sendo impactada por mudanças nos mercados financeiros. Por sua vez, unidades financeiras que adotam a postura do tipo especulativa, são afetadas por variações dos mercados de produtos e fatores. Porém, como precisam levantar fundos nos mercados financeiros para que consigam quitar suas dívidas e honrar com seus compromissos, também são vulneráveis aos mercados financeiros. As unidades com posturas

do tipo Ponzi são ainda mais impactadas por mudanças nos mercados financeiros, pois seu balanço patrimonial se deteriora com os juros e com os dividendos pagos sobre dívidas crescentes.

A estabilidade de uma economia depende da composição entre os três tipos de posturas financeiras, quanto maior a existência de posturas financeiras dos tipos especulativas e Ponzi, mais instável será a economia financeiramente. Além desse fator, a solidez ou a fragilidade de uma economia, também dependem do tamanho e da força das margens de segurança, e também da probabilidade de que distúrbios iniciais sejam ampliados, pois todas as unidades, independentemente da postura financeira adotada, são vulneráveis aos desenvolvimentos econômicos que afetam o fluxo de caixa dos ativos.

Economias com uma estrutura financeira frágil, são mais propícias para serem afetadas por crises financeiras e a economia geralmente apresenta impulsos em direção a essas estruturas mais frágeis, indo em direção às finanças especulativas e Ponzi.

Em sistemas em que posturas financeiras *hedge* são predominantes, o padrão de taxa de juros permite que a introdução de arranjos especulativos aumente os lucros da economia em geral e esse aumento dos lucros, de certa forma, incentiva a mudança de estruturas financeiras sólidas para estruturas financeiras frágeis, fazendo com que assumam posturas especulativas ou Ponzi. Segundo Minsky (2008),

A introdução de relações especulativas num sistema cujas unidades têm posição financeira predominantemente *hedge* aumenta a demanda por ativos e, portanto, o valor dos ativos – ou seja, leva a ganhos de capital. Um regime no qual ganhos de capital estão sendo obtidos e são esperados é um ambiente favorável para se envolver em finanças especulativas e Ponzi. As oportunidades de lucros dentro de uma estrutura financeira robusta torna a mudança da solidez para a fragilidade em fenômeno endógeno. (MINSKY, 2008, p. 17).

A economia se recupera da recessão pós-crise com uma estrutura financeira mais sólida do que a anterior. Após um período de crise financeira, os agentes econômicos optam por uma maior segurança e ficam distantes das finanças especulativas e Ponzi. Depois de uma crise, os investimentos caem levando a uma menor exposição ao financiamento externo, e renda, salários e lucros são mantidos pelo déficit governamental. Operações de refinanciamento com taxa de juros mais baixa, transformam dívidas de curto prazo em dívidas de longo prazo. Devido ao déficit, as dívidas do governo passam a compor as carteiras bancárias e financeiras, reduzindo a exposição dos sistemas bancários e financeiros ao calote.

1.2.2. Modelo de Minsky adaptado para economia aberta

O modelo de fragilidade financeira de Minsky foi elaborado para analisar uma economia fechada, porém, com alguns ajustes, ele pode ser adaptado para analisar uma economia aberta, como em Mathias (2008), Paula & Alves Jr (1999) e Paula & Alves Jr (2000). Os anos de 1990 apresentaram uma série de mudanças no cenário econômico internacional, aumentando sua vulnerabilidade às crises financeiras externas. Esse novo cenário deixou propícia a realização de uma análise de acordo com o modelo de Minsky, sendo o mercado cambial, devido à grande oscilação dos preços, o contexto onde o modelo pode ser melhor aplicado.

De acordo com Mathias (2008), a adaptação do modelo para uma economia aberta, para sua aplicação aos mercados cambiais, deve passar por algumas questões como:

1. No modelo de Minsky, a instabilidade é endógena ao funcionamento do sistema capitalista. Para as economias abertas, além dos fatores endógenos, os choques exógenos também são fundamentais, pois, devido aos efeitos de contágio, afetam as economias endividadas em moeda estrangeira. No caso das economias abertas dos anos de 1990, esses países ficaram mais vulneráveis aos choques externos, que podem alterar convenções e causar crises.
2. Para a análise de uma economia aberta, deve-se ressaltar uma série de novos fatores que levaram a fragilidade externa das economias, como a abertura comercial e financeira e a adoção de regimes cambiais fixos. Porém, o principal fator a ser considerado é que nos anos 1990 surgiu uma nova convenção entre as economias centrais e periféricas, principalmente na América Latina, que aumentou o endividamento de curto prazo, trazendo a necessidade de financiamentos crescentes por parte das principais economias da América Latina.
3. No modelo de Minsky, a análise tem ênfase no endividamento do setor produtivo. Para a análise de uma economia aberta, a ênfase recai mais sobre a questão especulativa do que a produtiva e o preço da taxa de câmbio se junta aos preços de oferta e demanda. Os movimentos da taxa de câmbio são importantes na adaptação do Modelo de Minsky para economias abertas, tendo em vista a posição central dos preços de capital e dos ativos financeiros na análise. Considerando-se o setor externo na adaptação, a ênfase recairá para a sustentabilidade dos balanços de pagamentos, pois em uma economia muito aberta comercialmente e financeiramente, a taxa de câmbio depende do comportamento esperado do balanço de pagamentos. No caso de déficits no

balanço de pagamentos, o financiamento externo se torna fundamental para a economia do país.

4. Com relação à política monetária, devem ser considerados os efeitos sobre a atração e repulsão de capitais estrangeiros como um dos instrumentos fundamentais de captação de dólares. Para economias abertas, a política monetária deve considerar a capacidade da política monetária manter a convenção vigente.
5. É necessária uma adaptação das posturas financeiras de Minsky para o setor externo. Como exemplo, Paula & Alves (2000) criaram um indicador de fragilidade externa para indicar quando o setor externo de um país passa de *hedge* para especulativo e de especulativo para Ponzi. Para um país, os empréstimos de longo prazo são mais desejáveis do que os empréstimos de curto prazo, e além desse fator temporal do endividamento, também tem o fator referente às moedas, pois as dívidas são contraídas em moedas estrangeiras, o que favorece o surgimento de crises financeiras internas e externas.

Assim, o modelo adaptado por Mathias (2008) para economias abertas, segue a mesma abordagem de Minsky e Keynes, de que a instabilidade é endógena ao sistema capitalista e as crises cambiais surgem como consequência dessa instabilidade.

É necessário redefinir as posturas financeiras referentes ao setor externo para economias abertas, evidenciando uma maior ou menor fragilidade externa, que é definida pela relação entre os compromissos de pagamentos decorrentes das dívidas contraídas e o fluxo primário de caixa do devedor.

As posturas financeiras podem ser classificadas como situação externa robusta e situação externa frágil. A situação externa robusta corresponde a postura *hedge*, nesta situação, o país tem superávit em suas transações correntes e não necessita de financiamento externo para fechar seu balanço. Nesta situação, as receitas superam os compromissos de financiamento externo para um determinado período.

A situação externa frágil pode ser mais ou menos grave, correspondendo às posturas especulativas e Ponzi. Nesta situação, o país tem sua situação externa fragilizada e está sujeito a ataques especulativos. O país apresenta déficits em transações correntes e necessita de financiamento externo para cobrir seu balanço de pagamentos. Assim, o país precisa acessar fontes secundárias de renda, durante um certo período, para que consiga cobrir suas dívidas. Na situação menos grave, referente a postura especulativa, espera-se que os déficits de caixa dos primeiros períodos sejam compensados por superávits nos últimos.

Nos casos mais graves da situação externa frágil, o país apresenta um crescimento da necessidade de financiamento devido ao crescente déficit das transações correntes e do endividamento externo. Neste caso, a situação externa se assemelha à postura Ponzi, pois o valor do refinanciamento é superior ao principal devido até o momento, de modo que o estoque da dívida cresce.

Quando se tem uma situação externa frágil, a propensão para a ocorrência de crises é alta e os ataques especulativos podem ser originados por choques externos, que podem causar a reversão das expectativas e da convenção estabelecida, que eram necessárias para que se mantivessem os fluxos de financiamentos externos. A adoção de políticas e pacotes econômicos podem ajudar a conter a reversão das expectativas e manter a convenção inalterada, porém, quando isto não for possível, ocorrerá a crise cambial, com a desvalorização cambial sendo causada pela ruptura no circuito de financiamento externo.

O grau de fragilidade externa de um país, depende das condições de viabilização da estrutura de pagamentos assumidas. Quanto maior a participação de fatores exógenos na composição dessas condições, maior o grau de fragilidade externa de um país. Assim como no modelo original de Minsky, para economias abertas, quanto maior o peso das situações externas frágeis do país, maior será sua fragilidade externa.

A situação externa de um país pode variar. Se a dependência do financiamento externo aumentar, com o país passando a depender de terceiros para fechar suas contas, a situação do país pode se mover de *hedge* para especulativa, ou de especulativa para Ponzi. A situação externa é robusta se o país consegue honrar seus compromissos externos sem a necessidade de recorrer ao financiamento externo.

A passagem de uma situação externa robusta para uma situação externa frágil, acontece em uma situação de euforia, que leva a um *boom* de financiamento externo, com acumulação de reservas e apreciação do câmbio, que é impulsionado pela expansão do crédito internacional, em um contexto de abundância de liquidez externa. O momento de euforia que precede o *boom*, é um momento em que se tem a formação de uma nova convenção, onde o otimismo prevalece e os países aumentam seus níveis de endividamento, que é facilitado pela abertura comercial e por um câmbio valorizado. Como o maior endividamento leva a um déficit em transações correntes e aumenta a necessidade de financiamento externo, essa necessidade de financiamento é atendida pelo mercado de crédito internacional enquanto permanecer a convenção de estabilidade, porém, quando se rompe essa convenção, pode ocorrer crises, causadas pela não renovação dos financiamentos externos.

Como se tem uma situação de otimismo instaurada, há uma superestimativa do retorno por parte dos emprestadores externos, que não diminuem a concessão de créditos mesmo com os países devedores apresentando uma piora da situação externa, e o refinanciamento acontece de forma natural. Vale destacar que o crédito externo é instável, se a convenção for alterada, pode ocorrer uma reversão dos fluxos de capital, sendo que a qualquer momento a concessão de capitais externos pode ser parada.

O agravamento da situação externa frágil, ocorre com o aumento das necessidades de financiamento externo de uma economia. Neste ponto, a economia se encontra muito endividada e com déficits em transações em crescimento. Dessa forma, a saída para quitar as dívidas é recorrer a mais empréstimos, o que aumenta ainda mais a dívida.

A construção de um índice para medir o grau de fragilidade externa pode ser importante, pois constrói-se uma base objetiva a partir da qual pode ser feita a análise das crises cambiais e da fragilidade externa de um país.

Um índice que mede a fragilidade externa que pode ser destacado, é o de Paula & Alves Jr. (2000). Entre os argumentos favoráveis a esse índice estão que: o índice procura determinar o grau de fragilidade externa de um país, mostrando a capacidade do país pagar seus compromissos externos; o índice compara os passivos efetivos e potenciais em moeda estrangeira e a respectiva capacidade de pagamento; e os autores procuraram adaptar o modelo de Minsky para uma economia aberta.

Partindo do modelo de Minsky, que é baseado na sustentabilidade dos fluxos de caixa das empresas, o índice de Paula & Alves Jr. (2000) adapta essa ideia para uma economia aberta, captando a evolução do balanço de pagamentos e indicando a sua sustentabilidade. O modelo utiliza informações do balanço de pagamentos de um país para determinar seu grau de fragilidade financeira externa, de acordo com sua necessidade de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar suas dívidas.

O índice de fragilidade externa de Paula & Alves Jr. (2000) pode ser expresso pela seguinte equação:

$$EFI = \frac{M + D_i + D_{OS} + A + STC_{-1} + NIP_{-1}}{X + R_i + R_{OS} + RE_{-1} + FDI + L_{ml}}$$

Sendo:

EFI = Índice de fragilidade externa

M = Importações

X = Exportações

D = Gastos em juros (i) e outros serviços (OS)

R = Receitas de juros (i) e outros serviços (OS)

A = Amortizações

STC₋₁ = Capital de curto prazo com *lag* trimestral

NIP₋₁ = Estoque de investimento de *portfólio* com *lag* trimestral

RE₋₁ = Reservas internacionais de um trimestre antes do final do ano

FDI = Influxos de investimento direto

L_{ml} = Empréstimos de médio e longo prazos

Quanto maior o índice, maior a fragilidade externa de um país e mais vulnerável é o país em relação às mudanças na situação internacional, deixando o país mais dependente do refinanciamento externo. Na medida em que o índice diminui, os passivos são cobertos pelas receitas correntes e por fontes de financiamento de longo prazo.

A interpretação deste índice permite a classificação da fragilidade de um país de acordo com as posturas financeiras desenvolvidas por Minsky. Uma economia aberta é classificada como *hedge*, se ela não depende de refinanciamento permanente para saldar seus passivos externos, nesses casos as despesas correntes e os compromissos financeiros são compatíveis com as receitas correntes e com o grau de liquidez de seus ativos. Uma economia é classificada como especulativa se, para saldar seus passivos, ela depende de refinanciamento ou de perda de reservas, nesses casos para manter o balanço de pagamentos constante, o país dependerá cada vez mais da adoção de políticas de atração de capitais especulativos de curto prazo.

Com o passar do tempo, de acordo com o desenvolvimento do índice, pode-se constatar uma tendência de maior ou menor fragilidade externa, indicando a proporção entre os passivos externos e os fundos disponíveis para saldar seus compromissos. Dessa forma, o índice deve ser considerado como um indicador de tendência, medindo a importância de avaliações subjetivas por agentes econômicos que possuem ativos em moeda estrangeira.

O contexto ideal para se utilizar o índice de fragilidade externa é o de normalidade. Durante um período de instabilidade, uma queda no índice de fragilidade externa, ao invés de mostrar uma redução da fragilidade do país, somente mostra que o país sofreu com uma crise externa com uma forte saída de capitais. Nesse contexto, uma queda contínua no nível de reservas externas, indica que a crise externa ainda prevalece. Assim, em um contexto de instabilidade com deterioração das expectativas e queda das reservas, o mesmo valor do índice de fragilidade externa que poderia indicar baixa vulnerabilidade externa, em caso de normalidade, indica uma situação externa crítica.

1.2.3. Interpretação pós keynesiana para crises dos sistemas financeiros

Assim como o modelo de Minsky adaptado para economia aberta, a interpretação pós keynesiana para crises dos sistemas financeiros, como mostra Vieira et al (2018), possui uma grande ênfase na taxa de câmbio, destacando a influência da expectativa especulativa de curto prazo na alocação do capital nos mercados internacionais. Essa ênfase na taxa de câmbio pode ser explicada pela alta volatilidade cambial causada pelo comportamento especulativo, o que, por consequência, pode levar a uma maior volatilidade nos preços dos ativos e nas taxas de juros, causando desequilíbrios no balanço de pagamentos. O texto de Vieira et al (2018), utiliza como referência da interpretação pós keynesiana para crises financeiras, principalmente, John T. Harvey.

A incerteza possui um papel fundamental na explicação da volatilidade cambial, pois a precificação dos ativos é afetada pelas expectativas de curto e médio prazos dos agentes, sendo que, em ambientes de incerteza, essas expectativas mudam diversas vezes. Por essa volatilidade, a taxa de câmbio se torna “uma variável não aleatória da equação de alocação de investimentos, inclusive os ativos estrangeiros” (Vieira et al, 2018, p. 116), dessa forma ela passou a ser utilizada para especulação.

Segundo Vieira et al (2018), Harvey (2006) estabelece modelos mentais que orientam a procura por moeda, utilizando experiências passadas e convenções. Dessa forma, os agentes que atuam nos mercados financeiros podem direcionar as finanças internacionais de acordo com suas convicções, interferindo nos fluxos de capitais financeiros, fluxos de comércio e investimento externo direto, que determinam o mercado cambial. Ou seja, se os agentes acreditam que a moeda estrangeira se valorizará em relação à moeda doméstica, eles compram moeda estrangeira, se esse movimento de compra for seguido por muitos agentes, ocorrerá uma apreciação da moeda estrangeira. Assim, os agentes financeiros possuem influência na taxa de câmbio.

As principais razões que levam os agentes a comprarem moeda estrangeira são comércio externo, investimento direto externo e carteira de investimentos financeiros, e os eventos que podem afetar alguma dessas variáveis, são vistos como potenciais para alterar a taxa de câmbio. Assim, o fator especulação é relevante na formação dessa taxa, pois os agentes não precisam esperar que esses eventos aconteçam para fazer dinheiro, eles podem antecipar esses eventos e seus efeitos. Dessa forma, quando surge uma informação que sugere que alguma dessas variáveis pode ser alterada, o efeito é imediato, e não somente na variável

afetada, mas em todo o mercado financeiro, pois os agentes farão uma realocação de seus recursos para se aproveitarem o máximo possível do movimento previsto. Assim,

A tomada de decisões por parte dos agentes em uma economia aberta dependerá, portanto, tanto da taxa de câmbio corrente quanto da esperada, cujas variações refletem justamente as alterações nas posições especulativas dos próprios agentes que atuam nos mercados cambiais, mais do que refletem mudanças nos padrões de comércio entre os países. (HARVEY, 1999 apud VIEIRA et al, 2018, p. 117).

Embora a especulação possua uma influência mais rápida na taxa de câmbio, os fluxos comerciais também afetam e são afetados pela taxa de câmbio e pela dinâmica financeira em um momento posterior ao do impacto da especulação. Segundo Vieira et al (2018) “Esse é um efeito da retroalimentação entre as diferentes categorias de fluxos internacionais e a taxa de câmbio, mas que ocorrem em diferentes temporalidades”. (VIEIRA et al, 2018, p. 117).

Os principais fatores que impactam os fluxos internacionais de moeda, também impactam a taxa de câmbio e a alocação internacional do investimento. Entre esses fatores estão a taxa de juros doméstica, crescimento econômico, emprego, investimento, inflação, fluxos comerciais e a oferta de moeda. Portanto, a interpretação pós-keynesiana adiciona à análise para a compreensão da taxa de câmbio, o comportamento das autoridades monetárias e as expectativas dos agentes.

2. ANÁLISE HISTÓRICA DAS CRISES FINANCEIRAS DOS PAÍSES EMERGENTES DA DÉCADA DE 1990

A década de 1990 foi marcada por crises financeiras com alta frequência e grande magnitudes, tanto que Krugman (2001) permite denominar esse período de “Era das Crises Monetárias”, isso porque as crises monetárias nunca tiveram um papel tão central nos eventos mundiais, como observado nesse período. As crises desse período apresentaram altos níveis de especulação monetária, sofrendo com a globalização financeira. Essas crises foram concentradas nos mercados emergentes, sendo México (1994), Leste Asiático (1997), Rússia (1998) e Brasil (1999) os locais em que ocorreram as principais crises do período.

Segundo Krugman (2001), as crises nos mercados financeiros da década de 1990, não seguiam as lógicas dos modelos de crises até então existentes, principalmente as crises da América Latina e da Ásia, que requeriam uma maior atenção aos intermediários financeiros e aos efeitos de liquidez. Mathias (2008) relaciona essas crises à liberalização financeira e comercial, que tornou o cenário propício à fragilização externa dos mercados emergentes e à formação de ciclos *boom-bust* de financiamento. Assim, as crises estudadas podem ser analisadas utilizando uma abordagem keynesiana de crise cambial, mostrando os efeitos da globalização econômica, da liberalização dos mercados, exacerbação da incerteza sistêmica e do aumento da volatilidade de capitais.

O processo de globalização por qual esses países passaram, promovendo uma alta abertura comercial e financeira, tornou suas economias dependentes dos fluxos de capitais externos, conferindo a esses países uma certa fragilidade externa. Apesar dessa situação de fragilidade, se tinha uma estabilidade que era garantida pela convenção vigente, com os países centrais atuando como credores e os países emergentes como devedores, enquanto essa convenção se mantém, os países emergentes continuam a receber fluxos de capitais. O problema ocorre quando essa convenção é rompida, com os países centrais parando de emprestar ou com os países emergentes parando de pagar ao credor, deixando o devedor em situação crítica. Segundo Mathias (2008), a ruptura da convenção acontece por um problema inerente ao sistema capitalista e que se intensificou nos anos 1990 com a abertura comercial e globalização financeira, que é a exacerbação da incerteza, que pode romper com a convenção estabelecida a partir de uma crise de confiança.

Dessa forma, Mathias (2008) defende que essas crises se trataram de crises sistêmicas

Com efeito, a ideia de crise sistêmica ganhou força nos anos 90, particularmente a partir da percepção de que não necessariamente o problema se encontra somente em erros de políticas econômicas dos países, mas também se deve considerar o efeito de

contágio, manada e outros, num mundo de incerteza crescente, fruto direto da globalização dos mercados. (MATHIAS, 2008, p. 3).

Para que a crise ocorra, é necessário que cumpram as condições suficientes (elementos subjetivos) e as condições necessárias (elementos objetivos). As condições suficientes são a exacerbação da incerteza e da instabilidade sistêmica, observadas na alta volatilidade de capitais que ajudou a aumentar a vulnerabilidade do sistema capitalista às crises, principalmente nos países emergentes, que passaram por um processo de fragilização externa de suas economias, sendo essa fragilização a condição necessária para a crise. Essas condições já estavam incorporadas na abordagem keynesiana, acrescentando-se a elas fatos estilizados da globalização. Assim, elementos como incerteza, especulação, convenção e manada ficaram mais evidentes.

De acordo com Mathias (2008, p.3) “É justamente nesse contexto de globalização que os conceitos teóricos, vinculados à tradição da abordagem keynesiana, são fundamentais para entender o processo de fragilização das economias.” E o modelo de fragilidade financeira de Hyman Minsky, adaptado para uma economia aberta, pode ser utilizado para se fazer essa análise, pois permite analisar a instabilidade financeira de economias com livre mobilidade de capitais e alto nível de capital especulativo.

Portanto, a crise cambial na abordagem keynesiana se baseia na crescente instabilidade do sistema capitalista e na fragilização externa das economias, que conjuntamente com choques externos podem desencadear a crise. A crise ocorre quando se rompe a convenção vigente, que garantia a estabilidade dos fluxos financeiros, o que ocorre em um cenário de incerteza. Uma economia frágil tende a adotar uma postura financeira especulativa ou *ponzi*, necessitando cada vez mais de financiamento externo. Quando ocorre um choque externo, os países devedores, que estão muito frágeis, passam a representar uma iliquidez potencial, visto que não se tem a certeza de que o financiamento será pago. Assim, Mathias (2008, p. 18) define “A crise cambial, portanto, se dá por uma crise de confiança dada uma iliquidez potencial e uma fragilidade externa.”.

Na abordagem keynesiana, a crise cambial pode culminar em uma crise financeira, ou vice-versa, e isso pode ser observado nos mercados emergentes. Essa mudança ocorre quando as firmas e as instituições financeiras do país estão em uma posição frágil, com alto endividamento em moeda estrangeira, e ocorre a desvalorização cambial, aumentando os passivos em moeda local, o que pode transformar unidades *hedge* em especulativa, ou até mesmo *ponzi*. Mathias (2008) ressalta que, sobre a crise do Leste Asiático, existe a hipótese de que a crise financeira culminou em uma crise cambial, que se baseou na valorização de

ativos, alavancagem especulativa de créditos e aumento da fragilidade. Enquanto no caso da crise do Brasil, a crise cambial não se transformou em crise financeira, mas acabou com suas reservas. Assim, a seguir serão analisadas especificamente cada uma dessas crises.

2.1. CRISE DO MÉXICO – 1994

A crise do México, em dezembro de 1994, recebeu muita atenção da literatura econômica sobre crises financeiras devido às suas características próprias, que contrariavam os modelos de crises financeiras mais utilizados e também por ser a primeira crise de um país emergente na década de 1990, e possuir um efeito contágio, que contribuiu para diversas crises que atingiram os países emergentes na década, esse efeito ficou conhecido como Efeito Tequila. Mesmo após a ocorrência do evento, não se tem um consenso sobre o que causou a desvalorização do peso e ocasionou a crise.

Sua origem segundo Krugman (2001), está nas medidas adotadas para contornar a crise externa mexicana de 1982. Em 1985, o governo mexicano iniciou uma série de reformas voltadas para o mercado, em 1989 esse processo foi acelerado com a adoção de um programa geral que tinha como principais componentes: (1) a abertura da economia à competição internacional; (2) um extensivo processo de privatização e desregulamentação; (3) um programa de estabilização centrado em uma taxa de câmbio nominal predeterminada e com base em políticas fiscal e monetária restritivas; e (4) um amplo acordo social e econômico entre o governo, o setor privado e os sindicatos trabalhistas destinado a orientar as mudanças nos preços, na taxa de câmbio e nos salários, esse acordo ficou conhecido como o Pacto.

O principal objetivo dessas medidas era combater a inflação, que alcançou uma alta histórica de 140% ao ano, no final de 1987. Para combater a inflação, as autoridades mexicanas adotaram um programa de estabilização centrado em um congelamento temporário de salários e preços administrados, que foi aprovado no contexto do Pacto. Neste contexto, a taxa de câmbio passou a ser o principal instrumento do processo anti-inflacionário, sendo adotado um regime de câmbio fixo em 1988, passando por um regime baseado em uma taxa de desvalorização abaixo da taxa de inflação em 1989 e para um regime de banda cambial estreito com teto deslizante em 1991.

No início do programa, o regime cambial foi apoiado por políticas fiscal e monetária prudentes e a taxa de inflação apresentou uma queda muito forte, indo para menos de 20% ao ano. Porém, após essa queda, o ritmo da redução da inflação ficou muito lento. A tentativa de reduzir a inflação utilizando a taxa de câmbio como principal instrumento, levou a uma forte

apreciação real do peso mexicano. Essa tendência de apreciação do peso era insustentável, uma vez que o país não possuía reservas externas suficientes para financiar o crescimento de seu déficit em conta corrente.

Após a aprovação do plano Brady de redução da dívida em 1990, segundo Krugman (2001, p. 219) “as autoridades aceleraram o ritmo de seu ambicioso programa de reforma estrutural e os investidores estrangeiros redescobriram o México”. Também nessa época, em 1992 e 1993, o México se preparava para ingressar no Acordo de Livre Comércio da América do Norte (NAFTA) e a taxa de câmbio peso-dólar permanecia muito estável e na metade inferior da banda, segundo Kindleberger (2013) era esperado que o México se tornasse um fornecedor de baixo custo para os Estados Unidos e Canadá. Como consequência desses fatos, houve um grande aumento nos fluxos de capitais privados para o México, permitindo ao país financiar déficits em conta corrente. Enquanto isso, o peso mexicano continuava sua tendência de apreciação real.

A apreciação real do peso mexicano gerava discussões, com alguns autores defendendo que o principal problema da economia do México, era uma taxa de câmbio sobrevalorizada, sendo esse um dos fatores que contribuíam para um baixo crescimento da economia mexicana. Para defender sua política macroeconômica, as autoridades mexicanas utilizaram uma versão modificada da doutrina Lawson¹, defendendo que enquanto a maioria dos fluxos de entrada de capitais fossem de capital privado e o país apresentasse um superávit fiscal, a apreciação da taxa de câmbio não geraria preocupações. De acordo com as autoridades mexicanas, ocorreriam acréscimos na produtividade, levando a um aumento das exportações e, conseqüentemente, a uma redução do déficit em conta corrente. Qualquer problema que pudesse interromper os fluxos de capitais, poderia ser controlado pelas bandas cambiais e pela livre determinação das taxas de juros.

A velocidade e a magnitude com que entravam fluxos de capitais no México, geraram a impressão de que a apreciação real do peso mexicano, representava um movimento de equilíbrio da taxa de câmbio real e a apreciação era justificada pelos seus fundamentos econômicos. Krugman (2001, p. 220) mostra que essa interpretação é correta de uma perspectiva teórica “De fato, a fim de que a transferência de recursos decorrente de um maior fluxo de capitais se torne efetiva, uma apreciação real é exigida.”. Porém, o mesmo autor

¹ O nome da doutrina se associa à figura de Nigel Lawson, ministro das finanças britânico (1987-1989). Segundo essa doutrina, não haveria por que se preocupar com os déficits do setor privado, uma vez que esses se reequilibrariam automática e necessariamente.

mostra que essa interpretação tem um problema ao não considerar que a taxa em que os capitais estavam entrando no México, era insustentável no longo prazo.

Considerações de solvência externa e sustentabilidade da conta corrente indicam inequivocamente que fluxos dessa magnitude têm de declinar a partir de certo momento e que tal declínio trará consigo uma reversão da apreciação da taxa de câmbio real. (KRUGMAN 2001, p. 220).

Prates (2005), destaca o papel dos títulos de dívida pública de curto prazo denominados em dólar, conhecidos como *tesobonus*, nos portfólios dos investidores estrangeiros, que foram adotados pelo governo mexicano para impedir um aumento da taxa interna de juros, o que dificultaria que o país pagasse suas dívidas em pesos. Essa estratégia se mostrou equivocada, pois manteve a taxa de juros abaixo do nível de equilíbrio por um longo período. Além disso, posteriormente, o governo teria dificuldades de cumprir suas obrigações em *tesobonus*. O governo mexicano, ao optar por manter a taxa de juros interna baixa, passou a esterilizar os efeitos da entrada de fluxos de capitais no país, reduzindo suas reservas internacionais. Essa queda das reservas, deixou o país em uma situação de fragilidade externa, ficando vulnerável a uma crise de liquidez, pois não conseguiria quitar suas dívidas de curto prazo.

Segundo Prates (2005) e Krugman (2001), a sobrevalorização cambial e a grande dificuldade em rolar o estoque da dívida em pesos mexicanos, dados os juros vigentes à época, indicavam a necessidade de ajustes na política econômica, que deveria ocorrer por meio de uma correção da taxa de câmbio e pela adoção de políticas fiscais e monetárias contracionistas. Porém, o governo mexicano optou por uma política monetária expansionista, o que aumentou a queda das reservas, e por uma substituição de *Certificados de la Tesorería de la Federación* (Cetes) por *tesobonus*, evitando um aumento na taxa de juros. Segundo Prates (2005), a desvalorização da taxa de câmbio foi descartada pelo receio de perda de credibilidade em um ano de eleição, e a fragilidade do sistema bancário inviabilizava a adoção de políticas monetárias contracionistas.

A fragilização do sistema bancário estava relacionada com a liberalização financeira doméstica, que resultou em um aumento do grau de monetização da economia, e com a entrada de fluxos de capitais no país. Esses fatores em conjunto contribuíram para a expansão do ciclo de crédito bancário. O resultado dessa expansão, foi a deterioração dos ativos das instituições bancárias.

Krugman (2001), mostra que entre junho e novembro de 1994, o estoque de *tesobonus* fora do Banco do México mais que dobrou, totalizando US\$ 16 bilhões e as reservas internacionais do Banco do México não era suficiente para quitar 40% da dívida pública total de curto prazo e 10% das exigibilidades totais de curto prazo do sistema bancário. Dessa forma, a situação ultrapassou a esfera da conta corrente e da sobrevalorização cambial e atingiu o patamar de uma grande crise financeira. Algumas questões internas, como o conflito de Chiapas², levaram a um ataque especulativo contra o peso mexicano, reduzindo ainda mais as reservas internacionais do país, chegando a apenas US\$ 10 bilhões em 20 de dezembro de 1994. Nesse ponto, as autoridades mexicanas realizaram uma correção da política econômica, aumentando o teto da banda da taxa de câmbio em 15%. Porém, esse movimento não foi acompanhado por outras mudanças na política macroeconômica, que seriam importantes na recuperação mexicana. Os investidores, tanto residentes quanto estrangeiros, entenderam que a mudança na política econômica seria ineficaz e retiraram seu capital do país, tanto que o Banco do México perdeu US\$ 4 bilhões em reservas em um único dia, culminando na crise financeira do México.

2.2. CRISE DO LESTE ASIÁTICO – 1997

A crise financeira do Leste Asiático de 1997, que atingiu principalmente os países Tailândia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Indonésia, chamou a atenção por vários motivos, podendo destacar o fato de ter atingido uma região que apresentava economias em rápido crescimento, e, assim como a crise do México de 1994, levou a uma mudança na literatura convencional sobre crises financeiras nos países emergentes. Segundo Prates (2005), a crise do Leste Asiático atingiu países com fundamentos fiscais e monetários sólidos, de modo que a crise representou os defeitos dos mercados de capitais internacionais e sua fragilidade perante rápidas mudanças na confiança dos mercados. Assim, a autora classificou essa crise como uma crise financeira de caráter gêmeo, que apresentou um colapso simultâneo dos regimes de câmbio administrado e dos sistemas bancários nacionais após uma forte reversão dos fluxos de capitais.

Krugman (2001) utiliza o termo “crise de sucesso” para a crise do Leste Asiático, pois ela foi causada pela saída dos fluxos de capitais que entraram em uma alta magnitude, devido a uma expansão dos empréstimos internacionais para os países da região. Como a maior parte

² O conflito de Chiapas refere-se ao conflito de baixa intensidade iniciado com a revolta zapatista de 1994, bem como as tensões gerais entre os povos indígenas e agricultores de subsistência no estado mexicano de Chiapas.

da atividade econômica apoiada pelos fluxos de entrada de capitais era produtiva, o prejuízo causado pela reversão dos fluxos de capitais foi muito alto. Dessa forma, o centro da crise foi a expansão dos fluxos de entrada de capitais estrangeiros, para sistemas financeiros que se tornaram frágeis devido à essa expansão.

Outra característica dessa crise, é que ela não foi prevista pela grande maioria dos agentes atuantes no mercado financeiro, nem os indicadores econômicos indicavam uma crise financeira como a ocorrida. Para Krugman (2001), a crise foi causada e agravada por uma combinação de pânico por parte dos investidores internacionais, erros de política econômica por parte dos governos asiáticos no início da crise e por programas de socorro internacional mal elaborados.

De acordo com Krugman (2001), o principal problema que levou os países do Leste Asiático à crise financeira, foi a rápida reversão do fluxo de entrada de capitais privados para esses países. Nos anos 1990, houve um período de forte declínio desses fluxos, com destaque para a queda nos empréstimos bancários. Esse período foi seguido por um período de grandes aumentos nos empréstimos bancários estrangeiros para esses países, com posterior desaceleração na taxa de crescimento dos empréstimos, com exceção da Tailândia, onde a taxa declinou. Esses movimentos dos empréstimos, mostram que, no geral, os bancos estrangeiros não estavam se movimentando para se defenderem, mostrando o aspecto inesperado dessa crise.

Os países da região adotavam um regime de taxa de câmbio fixa com ajustes marginais, mantendo uma estabilidade cambial. A estabilidade cambial combinada com a facilidade de conseguir fluxos de capital externos e com a fraca regulamentação e fiscalização do setor financeiro doméstico, levou a que as instituições financeiras da região pegassem empréstimos em moeda estrangeira no mercado internacional e repassassem os empréstimos no mercado doméstico. Assim, segundo Aldrighi & Cardoso (2009, p. 75), “A arbitragem entre juros externos e internos motivava os bancos a afrouxarem os critérios de concessão de crédito e a subestimarem os riscos.”

Com a saída dos fluxos de capital estrangeiro, as taxas de câmbio, real e nominal, depreciaram e a taxa de juros doméstica apresentou uma forte elevação. Essa combinação causou um rápido aumento nos empréstimos não liquidados nos setores bancários das economias do Leste Asiático, o que, em conjunto com a depreciação cambial, destruiu uma parcela do valor de mercado do capital bancário dos países da região, principalmente, Indonésia, Tailândia e Coréia do Sul. Conforme Krugman (2001, p. 133) essa reversão dos fluxos de capital representou um choque contracionista

O colapso resultante do capital bancário doméstico aumentou bastante a contração ao restringir severamente o crédito bancário. Os bancos reduziram seus empréstimos porque ficaram ilíquidos (como resultado da perda de créditos externos e, em alguns casos, de depósitos) e descapitalizados. Os bancos descapitalizados restringiram a concessão de empréstimos, a fim de se ajustarem às taxas de adequação de seu capital, exigidas pela supervisão bancária e reforçadas pelo FMI. (KRUGMAN, 2001, p. 133).

Alguns programas do FMI contribuíram para aumentar o pânico e a força contracionista da crise financeira da região, ao fazer com que os bancos nacionais diminuíssem seus empréstimos. As medidas do FMI mais prejudiciais, foram o encerramento de bancos, a obrigatoriedade de adequação do capital e a contração de crédito. Outro fator que contribuiu para agravar a crise, foi o rebaixamento da classificação da dívida soberana dos países da região pela agência de *rating* Moody 's, colocando esses países abaixo do grau de investimento, impactando tanto os setores empresariais bancários e não-bancários. As principais consequências desse rebaixamento foram, que a maioria dos bancos comerciais desses países ficaram proibidos de emitir cartas de crédito reconhecidas internacionalmente e que ocorreu uma rodada adicional de liquidação de dívidas, para que os administradores de carteira conseguissem se adequar a exigência de manter investimentos somente em títulos que possuíssem grau de investimentos.

Uma das características da crise que mais chamou a atenção, que será discorrida a seguir, foi que ela não foi prevista por grande parte dos participantes e analistas do mercado, e existem algumas razões para isso.

A década de 1990, apresentou grande liberalização financeira, que facilitou a movimentação dos fluxos de capitais entre os países. Os países do Leste Asiático se beneficiaram dessa maior facilidade e também de outros fatores externos, como as baixas taxas de juros nos Estados Unidos e no Japão, além de diversos fatores internos, como as altas taxas de crescimento econômico, uma ampla desregulamentação financeira, taxas de câmbio ligadas ao dólar e incentivos governamentais para empréstimos externos, e observaram um crescimento dos fluxos de entrada de capitais ao longo de 1996 e, em alguns casos, até meados de 1997, justificando o otimismo e a falta de preocupação com as economias dos países da região. Porém, Krugman (2001), adverte que, apesar dos fluxos de capitais estrangeiros serem importantes para o crescimento se forem utilizados para investimentos em atividades produtivas, eles podem dificultar a administração macroeconômica se forem grandes, voláteis, insustentáveis ou mal utilizados, podendo levar a uma apreciação real da taxa de câmbio, a uma expansão dos investimentos em setores produtores de bens não-

comercializáveis em detrimento dos bens comercializáveis e colocando novas pressões em sistemas financeiros pouco desenvolvidos.

Outros indicadores também não indicavam uma crise na região, e só tiveram esse prognóstico tardiamente. Indicadores como o prêmio de risco embutido nos empréstimos a países emergentes, que deve ser maior quanto maiores forem os riscos do título, não se ajustou, assim como as agências de *rating* e empresas privadas que fazem classificações de risco de crédito, demoraram a adequar suas classificações para a realidade desses países, quando eles diminuíram a classificação, só contribuíram para aumentar as taxas de juros, ao invés de ajudar na avaliação do risco de crédito. Relatórios do FMI e de grandes bancos de investimento, também não indicavam que a região estava esperando uma crise.

A maior parte dos fundamentos macroeconômicos estavam saudáveis no início dos anos 1990, dificultando que fossem observados sinais associados a problemas econômicos. Os países da região mantiveram posições fiscais responsáveis de 1990 a 1996, possibilitando que os países controlassem a taxa de inflação, mantendo-a abaixo de 10% em quase toda a região. A dívida soberana se manteve em níveis seguros na maioria dos países, chegando a reduzir nas Filipinas e na Indonésia, que são países que, historicamente, possuem níveis elevados de endividamento externo. Os fluxos de entrada de capitais eram maiores que os déficits em conta corrente, deixando as reservas internacionais desses países com taxas crescentes e mesmo que houvesse uma diminuição do ritmo dos fluxos de capitais externos, as altas taxas de poupança e investimento da região, sugeriam que a região conseguiria manter seu crescimento. Todos esses fatores dificultaram que a crise fosse prevista, conforme se indicou anteriormente.

Apesar da dificuldade para prever a crise, existiram alguns sinais de risco, indicando o crescimento da vulnerabilidade financeira durante 1996 e no início de 1997. Segundo Krugman (2001), indicadores como a rápida expansão do crédito concedido pelos bancos comerciais e o crescimento da dívida externa de curto prazo, estavam sendo mal interpretados pelo mercado. Esses indicadores mostravam que os países do Leste Asiático estavam vulneráveis à crise, mas não garantia que a crise ocorreria, sendo condições necessárias para a crise, mas não suficiente.

Enquanto os fluxos de entradas de capital aumentavam no início da década de 1990, os déficits em conta corrente também aumentavam fortemente, apresentando níveis superiores aos do final da década de 1980. Nesse mesmo período, foi observada uma forte apreciação real das taxas de câmbio.

Em consequência da apreciação do câmbio, as taxas de crescimento das exportações apresentaram uma forte redução em 1996 e 1997. Essa redução do crescimento das exportações, deveria indicar uma queda na qualidade dos investimentos e que as empresas encontrariam dificuldades em quitar suas obrigações em moeda externa, entretanto, essa redução foi interpretada como ajuste de curto prazo causado por algumas *commodities* específicas, como os semicondutores.

Os melhores sinais do aumento do risco vieram do setor financeiro, com as instituições financeiras ficando cada vez mais vulneráveis ao longo dos anos 1990. Para continuar com rendas crescentes e com a captação de recursos externos, os bancos comerciais dos países do Leste Asiático, recorreram a bancos sediados em paraísos fiscais, para aumentar o crédito ao setor privado. Porém, a maior parte desse crédito foi destinado para investimentos especulativos no mercado imobiliário e não para aumentar a capacidade produtiva de produtos manufaturados, aumentando a fragilidade dos sistemas financeiros dos países da região. As fragilidades desses sistemas financeiros foram reconhecidas, mas, foram realizados poucos esforços para fortalecer os bancos.

Com a liberalização financeira dos anos 80 e 90, os bancos aumentaram sua participação como intermediadores financeiros, financiando empreendimentos domésticos com moeda estrangeira, o que aumentou as exigibilidades externas dos bancos comerciais da maioria dos países da região. A exceção foi a Indonésia, onde os empréstimos de paraísos fiscais foram feitos diretamente por empresas privadas, sem utilizar a intermediação dos bancos comerciais. Mas, para toda a região, inclusive a Indonésia, os riscos eram similares, as instituições estavam altamente expostas aos riscos cambiais, principalmente, se os fluxos das receitas em moeda nacional não fossem suficientes para honrar as dívidas.

Portanto, as principais razões que tornaram os bancos do Leste Asiático vulneráveis, são relacionadas aos empréstimos externos. Os bancos tomavam muitos empréstimos em moeda estrangeira e emprestavam em moeda local, se expondo ao risco de perdas em moeda estrangeira, que podem ocorrer devido a uma depreciação da taxa de câmbio. Ao tomar empréstimos de curto prazo de paraísos fiscais e realizar empréstimos internos de longo prazo, os bancos ficavam vulneráveis ao risco de uma corrida bancária.

Krugman (2001) utiliza a relação entre dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, comparando as exigências de curto prazo de um país com os ativos externos líquidos disponíveis para quitar seu passivo, como indicador do risco de corrida bancária. Nos países Coréia do Sul, Indonésia e Tailândia, os países mais atingidos pela crise, essa relação

era maior que 1, sinalizando que a dívida de curto prazo era maior que as reservas, assim, esses países estariam vulneráveis a um pânico financeiro.

Os eventos que culminaram na crise começaram praticamente ao mesmo tempo, no início de 1997, na Coreia do Sul e na Tailândia, com a falência da Hanbo Steel, um grande conglomerado industrial sul-coreano, que foi seguida por outras falências de empresas como a Sammi Steel e a Kia Motors. Como os bancos tinham intermediado grande parte dos empréstimos externos feitos por essas empresas, suas falências aumentaram a pressão sobre os bancos.

No caso da Tailândia, a incorporadora de imóveis Somprasong Land, deixou de fazer o pagamento da sua dívida externa, indicando que o mercado de imóveis estava em queda e que as empresas financeiras, que tinham realizado empréstimos para empresas imobiliárias, passariam por fortes dificuldades. Como uma tentativa de evitar a crise, o Banco da Tailândia emprestou mais de Bt 200 bilhões para as instituições financeiras em dificuldade, e comprometeu grande parte das reservas internacionais líquidas em contratos futuros, para controlar especuladores que previam que em algum momento haveria uma desvalorização cambial. Com isso, as vendas futuras líquidas de reservas internacionais, em junho de 1997, eram quase iguais às reservas brutas, fazendo com que o nível das reservas apresentasse uma grande queda. Quando o governo tailandês retirou o apoio para a FinanceOne, uma grande empresa financeira do país, contrariando a expectativa do mercado, gerou um choque que acelerou a saída de fundos estrangeiros e a depreciação da moeda. A desvalorização da moeda tailandesa trouxe como consequência fluxos de saída de capitais dos outros países da região.

As principais causas para a fuga de capitais da região como um todo foram as falências de bancos, empresas financeiras e não-financeiras, principalmente na Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul. A incerteza política pela qual os países passavam, levou a uma paralisação dos créditos. O efeito contágio, que afetou os países da região, principalmente Malásia, Filipinas e Indonésia, após os problemas da Tailândia. Por último, as intervenções internacionais, visto que as medidas recomendadas pelo FMI, como a suspensão ou o encerramento das atividades de instituições financeiras, ajudaram a aumentar o pânico.

A saída dos fundos estrangeiros iniciou uma série de consequências que resultaram em pânico financeiro. A fuga de capitais estrangeiros, levou a uma depreciação da taxa de câmbio, que levou a mais perdas das reservas internacionais, pois os devedores domésticos compravam dólares para aumentar sua proteção e eram poucas as empresas do Leste Asiático que possuíam uma posição segura com uma proteção eficaz, pois acreditavam que a taxa de câmbio seria mantida estável. Observando a depreciação cambial, os credores estrangeiros

temiam que seus clientes não conseguissem pagar suas dívidas e começaram a pedir seus recursos de volta, aumentando a depreciação.

A saída dos fundos estrangeiros também levou a um congelamento da liquidez e a um forte aumento das taxas de juros, dificultando que as empresas conseguissem obter capital de giro ou continuassem a apresentar lucros. Os credores dos paraísos fiscais que realizaram muitos empréstimos para a região, começaram a se preocupar com a lucratividade de seus clientes e relutavam a rolar os empréstimos de curto prazo. O sistema bancário ficou sob forte pressão, aumentaram os empréstimos que não estavam sendo pagos e os depositantes retiraram seus recursos rapidamente, diminuindo ainda mais as reservas internacionais.

Assim, foram ativados mecanismos de realimentação, que aumentaram ainda mais o pânico financeiro. Bancos japoneses sub capitalizados expostos na Ásia, ficaram com seus demonstrativos financeiros e contábeis pressionados e começaram a pedir seus empréstimos de volta. O mesmo ocorreu na Coreia do Sul, onde os bancos se sentiram pressionados pela crise no país e começaram a pedir a volta de seus empréstimos feitos para outros países da região.

Dymski (1998) analisa o caso da Coreia do Sul e caracteriza sua economia como um caso de *boom* clássico, devido ao balanço comercial em geral negativo e apresentando bolha de ativos tanto nos preços das ações, quanto nos preços da terra, mesmo que de forma pouco severa. Segundo o autor, o principal desafio do país era “canalizar os influxos de capital (e trabalho) de modo que não pressionem para cima os preços dos ativos de capital existentes, com isso gerando oportunidades de *rent-seeking*.” (DYSMKI, 1998, p. 125). A Coreia do Sul teve sucesso na conversão de influxos de capital em acumulação de ativos reais, construindo uma excelente economia industrial.

Na década de 1990, com a globalização e liberalização financeira que ocorreu na década, combinadas com algumas mudanças para ingressar na OCDE, como a desregulamentação dos mercados financeiros, a situação da economia sul-coreana foi modificada, apresentando uma maior fragilidade. Intermediários não-bancários, passaram a participar do processo de aumento de ativos e o modo de atuação desses intermediários, segundo Dymski (1998), era especular com as oportunidades de arbitragem surgidas dos descasamentos regionais de taxa de juros e canalizar fundos *offshore*³ para grandes conglomerados industriais, que buscavam financiamento externo para sua expansão.

³ Os fundos *offshore* consistem em aplicações financeiras realizadas no exterior, sendo as regras para os fundos definidas no país de origem.

Desse modo, o governo sul-coreano perdeu o controle sobre o crescimento e a dinâmica econômica do país assumiu a forma de uma economia de *boom*. A maioria dos fundos que estavam entrando no país eram de curto prazo, a utilização de fundos *offshore* de curto prazo para controlar a especulação cambial e financiar a expansão dos conglomerados industriais, necessitava de uma constante rolagem dos fundos, o que tornava o país vulnerável a um colapso da moeda, a um ataque ao sistema industrial do país ou aos dois em conjunto. Com a retirada do investimento externo no final de 1997, os valores da moeda e dos ativos entraram em colapso, criando encargos de dívida muito altos, chegando a se tornar insustentáveis para muitas famílias e empresas.

2.3. CRISE DA RÚSSIA – 1998

A crise da Rússia de 1998, atingiu com grande magnitude uma economia que tinha passado por um bem sucedido plano de estabilização da inflação usando uma âncora cambial, gerando expectativas de recuperação econômica e atraindo fluxos de entrada de capital. Entretanto, choques externos alteraram esse cenário favorável e evidenciaram as falhas da economia russa, que estava vulnerável externamente graças à abertura financeira e às fugas de capitais e, como a maior parte dos fluxos de capitais que entraram no país foram de arbitragem e não de investimento direto, ou seja, a maioria do capital que estava entrando no país era especulativo e não produtivo, o cenário era favorável à uma crise financeira, o que aconteceu em 1998.

Em 1995, o governo russo iniciou um plano de estabilização com uma série de reformas, com o intuito de estabilizar a economia do país. Contando com um auxílio financeiro do FMI, o plano estabeleceu metas para o déficit fiscal para o ano de 1998 e traçou a meta de reduzir a inflação. Para que essas metas fossem atingidas, seria feita uma combinação entre restrição fiscal, para controlar os gastos do governo, e a substituição dos rublos do mercado por títulos do tesouro, retirando moeda de circulação e, assim, controlando a inflação.

Em 1997, os investidores não residentes no país tiveram acesso aos títulos russos, assim, os investidores internacionais passaram a investir mais em títulos do país, passando a representar uma parte significativa dos detentores de títulos russos. Esse aumento na entrada de capital estrangeiro, permitiu que o país acumulasse reservas. Desse modo, o plano de estabilização foi bem sucedido, permitindo que a Rússia apresentasse uma taxa de crescimento positiva em 1997. Porém, como indicado anteriormente, a maior parte do capital

que estava entrando no país era de arbitragem, que era atraído pelo alto diferencial da taxa de juros, assim, a qualquer sinal de incerteza na economia, esse capital era rapidamente retirado do país, deixando o país vulnerável a choques externos.

Segundo Mathias (2000), a crise do Leste Asiático afetou a Rússia direta e indiretamente, criando pressões no mercado cambial. Já, segundo Serrano e Mazat (2013), a crise do Leste Asiático criou um clima de dúvida quanto a realizar investimentos em países emergentes, criando a tendência de fuga para qualidade, com os ativos sendo transferidos para países centrais, principalmente em busca do dólar. Esse fato causou uma rápida fuga de capitais da Rússia.

Mathias (2000), divide a crise russa em dois momentos importantes, sendo o primeiro em maio de 1998 e o segundo em agosto do mesmo ano. A Rússia vinha sofrendo pressões no mercado cambial desde outubro de 1997, graças ao contágio da crise do Leste Asiático. Para tentar defender sua moeda, o rublo, contra ataques especulativos, em maio, o governo russo, por meio do Banco Central, determinou fortes aumentos da taxa de juros cobrada pelos empréstimos de redesconto, a taxa lombarda, passando de 30% para 50% e, posteriormente, 150% ao ano.

Os ataques especulativos contra o rublo, foram causados por uma combinação de fatores políticos e econômicos. O principal fator político, foi a difícil relação entre o Presidente Boris Yeltsin e o Primeiro Ministro Sergey Kiriyenko de um lado e o parlamento do outro, que resistia às reformas liberalizantes propostas pelo presidente. Os principais fatores econômicos, foram as dificuldades da Rússia em pagar suas obrigações externas, a perda de reservas internacionais e a persistência de um elevado déficit público. Todos esses fatores agravaram o problema externo do país e contribuíram para a reversão das expectativas dos investidores internacionais.

O processo de primarização da pauta exportadora russa, que se iniciou na década de 1970 e foi impulsionado pela estratégia de crescimento via tratamento de choque, tornou a economia russa altamente dependente de *commodities*, principalmente petróleo e gás e metais, o que contribuiu para aumentar a fragilidade externa da Rússia, uma vez que o valor das exportações russas, dependia dos preços das *commodities* que são altamente voláteis. De acordo com Mathias (2000), a crise do Leste Asiático aumentou a pressão deflacionária sobre os preços internacionais das *commodities* e em 1998 houve uma forte queda dos preços internacionais do petróleo, o que impactou fortemente a Rússia, visto que as exportações eram as principais formas de receitas fiscais do país, uma vez que havia uma grande sonegação de impostos, principalmente das empresas russas.

Os desequilíbrios fiscais e o aumento dos juros da dívida russa, faziam com que o país ficasse ainda mais endividado e com mais juros a pagar. Entretanto, essa natureza dos desequilíbrios fiscais não era muito preocupante para os investidores externos, que acreditavam que os países industrializados não permitiriam que ocorresse uma crise financeira que afetasse um país da importância da Rússia. Porém, como o governo russo não obteve sucesso na tentativa de promover reformas que reduziriam seu déficit público, os agentes do mercado financeiro ficaram receosos em comprar os novos títulos que o governo estava emitindo, representando uma saída dos investidores estrangeiros e dificultando o pagamento dos juros da dívida do país.

A saída do capital especulativo do país, fez com que o Banco Central da Rússia ficasse incapaz de financiar a balança de pagamentos e manter a taxa de câmbio fixa. Para tentar manter o câmbio fixo e em um patamar valorizado, o Banco Central russo utilizou suas reservas internacionais, reduzindo fortemente o nível de reservas. Os países parceiros da Rússia não ampliaram sua ajuda e os investidores externos privados cortaram sua linha de crédito, fazendo com que o país não conseguisse rolar sua dívida externa. O governo russo tentou recorrer ao FMI, porém, o montante proposto não seria suficiente.

Assim, em 17 de agosto de 1998, segundo momento importante apontado por Mathias (2000), com uma situação insustentável, o governo russo anunciou uma série de medidas alterando suas relações econômicas com o exterior. Segundo Mathias (2000, p. 10)

Essas medidas consistiram, inicialmente, na ampliação de flutuação do rublo em relação ao dólar, na moratória de 90 dias de todos os débitos privados externos, no anúncio da conversão de títulos da dívida pública de curto prazo em papéis de longo prazo e de iniciativas de reforma do sistema financeiro. (MATHIAS, 2000, p. 10).

O primeiro resultado dessas medidas, foi um ataque especulativo contra o rublo, forçando a adoção de um regime de taxa de câmbio flutuante. A fuga de capitais continuou acontecendo e, como muitas instituições financeiras russas tinham títulos de dívida do governo, houve a falência de bancos e empresas do país. A Rússia já passava por problemas fiscais anteriores ao ataque especulativo, e esses problemas, juntamente com a mudança de expectativa e com a redução de reservas, fizeram com que o Banco Central russo mudasse sua política cambial, adotando uma banda maior.

Como o governo russo, na tentativa de manter o câmbio fixo valorizado, gastou suas reservas internacionais e aumentou as taxas de juros, quando adotou o câmbio flutuante, o rublo sofreu uma forte desvalorização, o que impactou os passivos externos que não estavam

protegidos, causando quebras nos sistemas bancários e financeiros e falências de empresas privadas. Assim, além da crise cambial, a Rússia também foi atingida por uma grande crise financeira.

Assim como a crise do Leste Asiático contagiou a economia russa, a crise da Rússia contagiou outras economias emergentes. Por ser uma economia emergente de alta visibilidade, a Rússia aumentou a visão do mercado que associava as economias emergentes ao risco, o que favorecia para que houvesse uma fuga de capitais, buscando maior qualidade e segurança. Esse contágio pode ser observado por meio de uma análise dos rendimentos dos *spreads* internacionais. Mathias (2000), mostra que os rendimentos de *spreads* internacionais no mercado secundário de títulos, apresentaram uma forte alta após a crise russa, ao mesmo tempo em que aumentavam condições que desfavoreciam os empréstimos externos. O contágio foi impulsionado pelas ações tomadas pelos fundos de investimento internacionais para reduzir suas perdas, que estavam ocorrendo desde que o governo russo anunciou a suspensão de pagamentos.

2.4. CRISE DO BRASIL – 1999

A economia brasileira foi fortemente afetada pelas crises financeiras nos países emergentes na década de 1990, principalmente pelas crises do Leste Asiático e da Rússia, até sofrer sua própria crise em 1999, tanto que para Antunes (2001) o período de 1996 a 1999 pode ser denominado de Tempo das Crises. Porém, a crise brasileira não atingiu a mesma magnitude das crises anteriores e, segundo Mathias (2000), o Brasil não chegou a enfrentar uma crise financeira de fato, mas sim um ataque especulativo contra sua moeda, que ocorreu devido à inconsistência na política doméstica, que levou à deterioração de alguns fundamentos da economia brasileira.

O Plano Real trouxe estabilidade para a economia brasileira e a partir de 1996 houve uma melhora qualitativa do capital que estava entrando no país, com uma forte entrada de investimentos externos diretos (IED), que assumiu um papel importante para o financiamento do setor externo brasileiro. Segundo Antunes (2001), os principais fatores que atraíram IED para o Brasil foram os baixos preços das empresas brasileiras em dólares, facilitando fusões, aquisições e privatizações e a concorrência interoligopólica mundial pelos mercados relevantes, uma vez que, após a estabilização das taxas de inflação, o Brasil voltou a ser um mercado razoavelmente atraente, assim, o país passou por um processo de reinserção externa.

Porém, nesse mesmo período, o Brasil apresentava um crescimento do déficit em transações correntes, o que tornou a economia brasileira dependente do financiamento externo. Com a abertura financeira, o Brasil ficou mais vulnerável aos choques externos de natureza financeira. As crises do Leste Asiático e da Rússia, fizeram com que as taxas de juros do Brasil aumentassem e que a taxa de câmbio se desvalorizasse, sendo que essas mudanças tinham o objetivo de manter os altos rendimentos das aplicações no Brasil e atrair capitais de curto prazo.

O aumento do déficit em transações correntes não era visto como um problema pelo governo, pois o balanço de pagamentos do país apresentou saldo positivo até 1997. O governo defendia que o aumento da absorção da poupança externa não era preocupante, ao contrário, era positivo para a economia brasileira, uma vez existia financiamento para isso, ou seja, segundo Antunes (2001, p. 77) “A existência de déficits de transações correntes era um problema menor frente a todas as conquistas obtidas e à facilidade de seu financiamento.” Porém, esse cenário positivo durou pouco e o déficit em transações correntes cresceu muito.

A crise do México de 1994, levou a uma fuga de capitais dos países emergentes, o que fez com que o Brasil realizasse ajustes no câmbio, com uma pequena desvalorização e com a mudança para um regime de bandas cambiais, e controlasse a expansão do produto interno para conter o aumento do déficit em transações correntes. Em 1997 e 1998, com as crises do Leste Asiático e da Rússia, o cenário piorou ainda mais, com o balanço de pagamentos brasileiro ficando negativo. Devido ao medo de que houvesse uma moratória geral dos países emergentes, houve uma nova fuga de capitais, reduzindo os capitais de curto prazo que estavam entrando no país. Como o Brasil tinha se tornado dependente dos fluxos de entrada de capitais, as taxas de juros tiveram um forte aumento, o que foi necessário para compensar o risco de investir no país em uma época em que os mercados emergentes estavam muito fragilizados. Em 1998, a situação piorou ao ponto de que um aumento das taxas de juros não compensaria o risco de investir no país, tornando a manutenção de uma taxa de câmbio valorizada insustentável.

A dívida pública brasileira aumentou e sofreu uma piora em seu perfil. Para tentar evitar a desvalorização cambial, a maior parte da dívida pública passou a ser pós-fixada e o restante da dívida foi indexada ao dólar. Porém, houve a desvalorização cambial e com ela, a dívida aumentou ainda mais, devido ao impacto que a desvalorização teve nos títulos públicos utilizados para *hedge* cambial. Alguns meses após a desvalorização, o mercado tinha a convicção de que as taxas de juros iriam cair. Assim, foi possível aumentar os prazos dos

títulos públicos e alterá-los para prefixado, porém, quando o mercado percebeu que não seria possível abaixar mais as taxas, esse movimento se encerrou.

De acordo com Antunes (2001), o aumento do IED, que contribuiu para diminuir a vulnerabilidade da economia brasileira, não trouxe todos os benefícios possíveis. A maioria do IED que entrou no país, foi destinado para fusões e aquisições, formando empresas transnacionais, cujo principal objetivo ao investir no Brasil é o mercado interno, e suas importações são maiores que suas exportações, o que não contribui para o saldo do balanço de pagamentos voltar a ser positivo. Portanto, benefícios como novas vagas de emprego e a introdução de novas tecnologias, não aconteceram em uma grande proporção. O autor supracitado, ainda defende que o maior benefício do IED é de curto prazo, pois no longo prazo, serão enviadas remessas de lucros e dividendos para o exterior, o que piora a situação do balanço de pagamentos posteriormente. “Então, pode-se dizer que está ocorrendo uma desnacionalização regressiva da estrutura produtiva com efeitos danosos para o próprio financiamento externo” (ANTUNES, 2001, p. 83).

Segundo Mathias (2000), os maiores defeitos do regime cambial adotado até então, o regime de banda cambial, eram o viés contra o crescimento, o aumento da dívida pública e a vulnerabilidade aos ataques especulativos. O modelo era inconsistente porque as taxas reais de juros eram mais altas que as taxas do crescimento econômico, causando o aumento da dívida pública. A forma de defender o país contra ataques especulativos, para proteger o regime cambial, era elevando a taxa de juros, o que piorava o desequilíbrio fiscal. Assim, a cada novo ataque, o aumento das taxas de juros contribuía para o crescimento da dívida pública e a confiança na manutenção do regime cambial ia diminuindo. De acordo com Mathias (2000, p.13)

A combinação de juros reais significativamente mais elevados do que a taxa de crescimento econômico, com a ausência de limites para elevar os superávits primários, fazia antever que mais cedo ou mais tarde o governo lançaria mão do imposto inflacionário, o que removia a confiança na manutenção de inflações baixas, e, conseqüentemente, na manutenção do regime cambial. A cada novo ataque especulativo e a cada elevação adicional da taxa de juros, crescia a probabilidade de desvalorização da taxa cambial, o que limitava ainda mais a capacidade de baixar as taxas de juros. (MATHIAS, 2000, p.13)

As altas taxas de juros reais internas, contribuíram para manter as necessidades de financiamento do setor público em um alto nível. O nível das reservas internacionais também foi afetado pelas crises anteriores, a queda das reservas combinada com a inconsistente política de altas taxas de juros reais, fez com que o governo brasileiro tentasse ampliar a

banda cambial, o que foi impedido por novos ataques especulativos. Assim, o regime de bandas cambiais foi abandonado e foi adotado o regime de câmbio flutuante.

Como já dito, a manutenção de uma taxa de câmbio valorizada estava insustentável e, em janeiro de 1999 houve uma desvalorização cambial. Porém, somente a desvalorização não seria capaz de resolver os problemas do país e nem mesmo cumprir com seus principais objetivos, que são aumentar as exportações, reduzir as importações e tornar o cenário propício para a redução das taxas de juros internas.

A defesa da taxa de câmbio valorizada, tinha tornado a economia brasileira voltada para o exterior, comprando diversos bens de consumo final, peças e componentes. Esse, segundo Antunes (2001), foi um processo de “dessubstituição de importações”. Essa maior integração com o exterior durou muito tempo e dificultou que se diminuíssem as importações, uma vez que os produtos importados, geralmente, eram melhores produzidos, mais baratos, o financiamento também era mais barato e com prazos maiores. Em 1999, o déficit da balança comercial até diminuiu, mas essa queda seria melhor explicada pela recessão do que pela mudança dos preços relativos.

Outro objetivo buscado pela desvalorização cambial era aumentar as exportações, o que também não ocorreu, ao contrário, as exportações diminuíram. Antunes (2001, p. 85) explica os principais motivos que levaram à redução das exportações

Aqui têm-se dois problemas: um é a busca, pelo BC, de uma paridade mais ou menos fixa com o dólar pode ser um fator a jogar contra a nossa competitividade, no caso deste se valorizar; e dois é que os termos de troca de uma economia exportadora de produtos de baixo valor agregado e importadora de bens de alto valor agregado, como o Brasil, caem com o tempo, como tendência histórica aparentemente irreversível, e acabam por exigir novas desvalorizações no futuro. (ANTUNES, 2001, p. 85)

Ao realizar a desvalorização, o governo brasileiro desejava interferir na relação entre a desvalorização cambial, a redução da dependência dos capitais externos e a redução das taxas de juros. O governo avaliava que a desvalorização diminuiria os déficits comerciais e de transações correntes, o que permitiria reduzir a dependência de capitais externos e permitiria a redução das taxas de juros. Entretanto, a redução da dependência de capitais externos não foi tão grande como a desejada, o que não permitiu uma grande queda dos juros, porque o país ainda precisava manter as taxas de juros altas para atrair capitais para fechar o balanço de pagamentos. Também era importante manter o câmbio fixo até certo ponto, para garantir uma maior estabilidade para as expectativas dos investidores estrangeiros. Como consequência, o crescimento brasileiro ficou limitado pela combinação juros-câmbio, pelas turbulências

financeiras existentes em mercados globalizados e desregulamentados e pelo aumento da dívida pública.

A baixa relevância que os empréstimos externos possuíam nos ativos bancários brasileiros e a reestruturação bancária do Brasil ocorrida em 1994 e 1995, contribuíram para que o país não fosse atingido muito fortemente pela crise. Com a baixa participação dos empréstimos externos nos ativos bancários, os bancos não tiveram descasamentos de moeda. Com a reestruturação bancária, o Banco Central brasileiro interveio liquidando um grande número de bancos públicos e privados, a supervisão e a regulação foram melhoradas e eram o governo e o Banco Central que estavam mais expostos às moedas estrangeiras, evitando que ocorresse uma quebra generalizada dos bancos. Além disso, o fato de que o Real estava sobrevalorizado era amplamente aceito, permitindo que os investidores fizessem o necessário para retirar seus capitais e protegessem seus recursos.

2.5. COMPARAÇÃO ENTRE AS CRISES

Todas as crises analisadas, possuíam em comum o fato de que as grandes quedas das reservas internacionais, fizeram com que os governos tentassem intervir no regime cambial vigente, o que levou à perda de confiança, fazendo com que esses países sofressem ataques especulativos contra suas moedas, resultando no colapso de suas moedas. Todas as crises, com exceção da crise brasileira, possuíam grandes efeitos de contágio para outras economias emergentes, criando um ambiente de incerteza com relação à qual seria o próximo país emergente que seria atingido por uma crise.

Enquanto as crises do México, do Leste Asiático e da Rússia apresentaram características que permitem classificá-las como crises financeiras, a crise brasileira também é exceção, sendo classificada somente como crise cambial, sem se transformar em crise financeira. Isso porque, diferentemente dos outros países, a participação de empréstimos internacionais no total dos empréstimos não era muito significativa e a queda do câmbio já era esperada, permitindo que os agentes se protegessem.

Com a globalização financeira da década de 1990, todos esses países passaram por um processo de fragilização externa, seja pela qualidade do capital que estava entrando no país, como no caso da Rússia, ou pela falta de prudência em realizar empréstimos e aumentar a alavancagem, casos do México e do Leste Asiático. Os problemas cambiais, juntamente com choques externos, mudaram as expectativas dos agentes, levando ao processo de deflação da dívida e às crises. Assim, de acordo com Mathias (2000), as principais causas das crises nos

mercados emergentes na década de 1990 foram a alavancagem, a desregulamentação financeira, a liberalização da conta de capitais e a integração do mercado de *commodities*.

Além desses fatores, problemas políticos e a dependência das *commodities* na pauta exportadora, também contribuíram para aumentar a fragilidade externa, como observado, principalmente, nos casos do Brasil e da Rússia.

Portanto, devido a fatores como as grandes oscilações do mercado cambial, a influência de choques exógenos e o aumento do endividamento de curto prazo, levando a um aumento na necessidade de financiamento, pode se concluir que as crises dos mercados emergentes na década de 1990 se enquadram no modelo de fragilidade financeira de Hyman Minsky adaptado para uma economia aberta.

3. ANÁLISE DE INDICADORES ECONÔMICOS E DE VULNERABILIDADE FINANCEIRA

Neste capítulo será feita uma análise de indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira. De acordo com Perobelli et al. (2013), as pesquisas empíricas voltada para as crises da década de 1990, têm como principal objetivo analisar indicadores que possam indicar a evidência de que uma crise está próxima a acontecer, e, assim, buscar prevenir ou responder da melhor forma possível a alguma crise futura.

Os principais trabalhos utilizados como referências para a elaboração da análise empírica dos indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira neste trabalho, são Aldrighi & Cardoso (2009) e Mathias (2000). De forma geral, os trabalhos de referência buscam analisar indicadores de crises cambiais e financeiras para alguns países emergentes selecionados na década de 1990 e compará-los quanto à sua vulnerabilidade financeira.

Para compreender todas as crises analisadas no trabalho, a análise dos indicadores será feita para o período de 1990 a 2000, assim será englobada toda a década de 1990. Serão analisados onze indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira para cada país analisado: 1) Taxa de câmbio; 2) Relação entre conta corrente e PIB; 3) PIB; 4) Dívida externa; 5) Exportações; 6) Relação entre dívida externa líquida e exportações; 7) Serviço da dívida externa como fração das exportações; 8) Taxa de inflação; 9) Reservas internacionais; 10) Taxa de juros; e 11) Conta financeira e suas subcontas investimento direto, investimento em carteira, derivativos e outros investimentos, essa conta será analisada para cada país individualmente.

A análise busca identificar o grau de vulnerabilidade das economias analisadas, verificando sua susceptibilidade a choques externos, que podem ser causados por mudanças nas políticas monetárias ou por uma mudança no grau de aversão ao risco dos agentes, por exemplo. Também busca-se verificar se existe um caráter cíclico nas economias analisadas, com ciclos de expansão das transações econômicas que são acompanhados pelo aumento da fragilidade financeira.

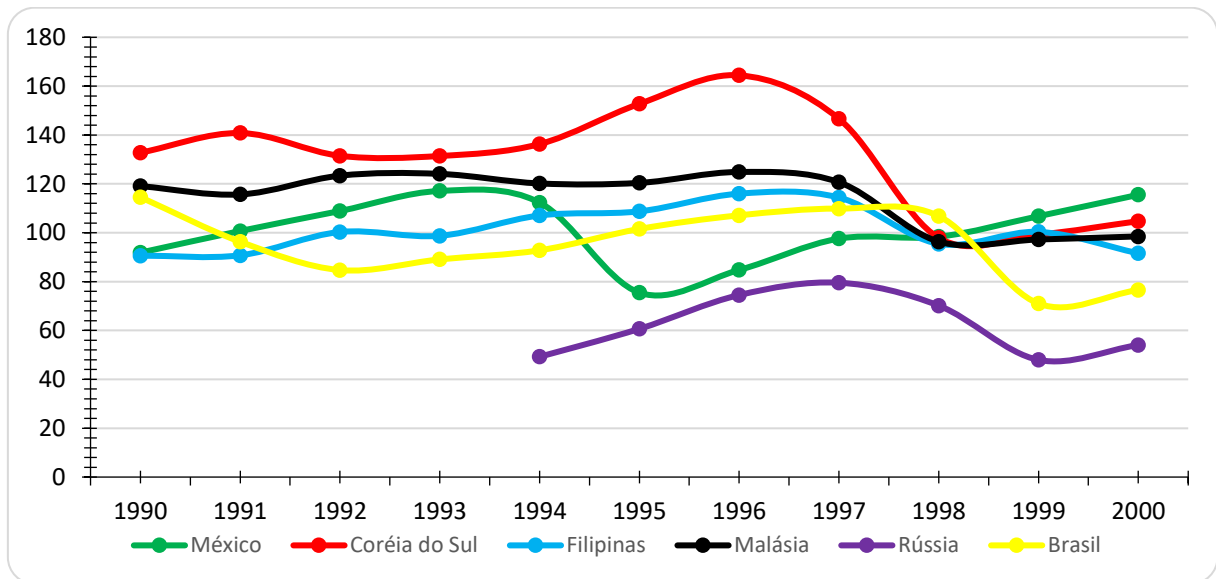
3.1. TAXA DE CÂMBIO⁴

Para Aldrighi e Cardoso (2009), a taxa de câmbio real pode ser considerada um bom indicador para identificar uma estrutura financeira frágil, sendo a apreciação da taxa de

⁴ Devido à falta de dados disponíveis, o início da análise para a Rússia não será em 1990. Porém, os dados analisados compreenderão o período da crise do país.

câmbio real, um importante sinal de que uma crise cambial pode ocorrer. Países que utilizam âncora cambial e mantêm a taxa de câmbio sobrevalorizada, esgotando suas reservas internacionais, podem sofrer com a expectativa de que não será possível manter a paridade cambial e, dessa forma, serem alvos de ataques especulativos. Esse movimento foi muito observado nos casos das crises dos anos 1990.

Gráfico 1 – Taxa de câmbio real efetiva (ano-base 2010)



Fonte: World Development Indicators, 2021

O Gráfico 1 mostra a evolução da taxa de câmbio real nos países analisados, com 2010 como ano-base. De forma geral, os países analisados apresentaram uma apreciação cambial do início de 1990 até sofrerem a crise, quando apresentaram uma forte depreciação cambial.

O México utilizou o regime de banda cambial estreito com teto deslizante como principal instrumento para combater a inflação, fazendo com que o peso mexicano apresentasse uma apreciação de 25,25 pontos percentuais de 1990 a 1993. Em 1994, ano da crise mexicana, houve uma depreciação de 4,78 p.p. seguida por uma nova depreciação de 36,85 p.p. em 1995. O principal momento que levou à depreciação, foi quando se tornou insustentável manter a banda cambial e o governo aumentou o teto em 15%, movimento esse que não foi acompanhado por outras mudanças necessárias.

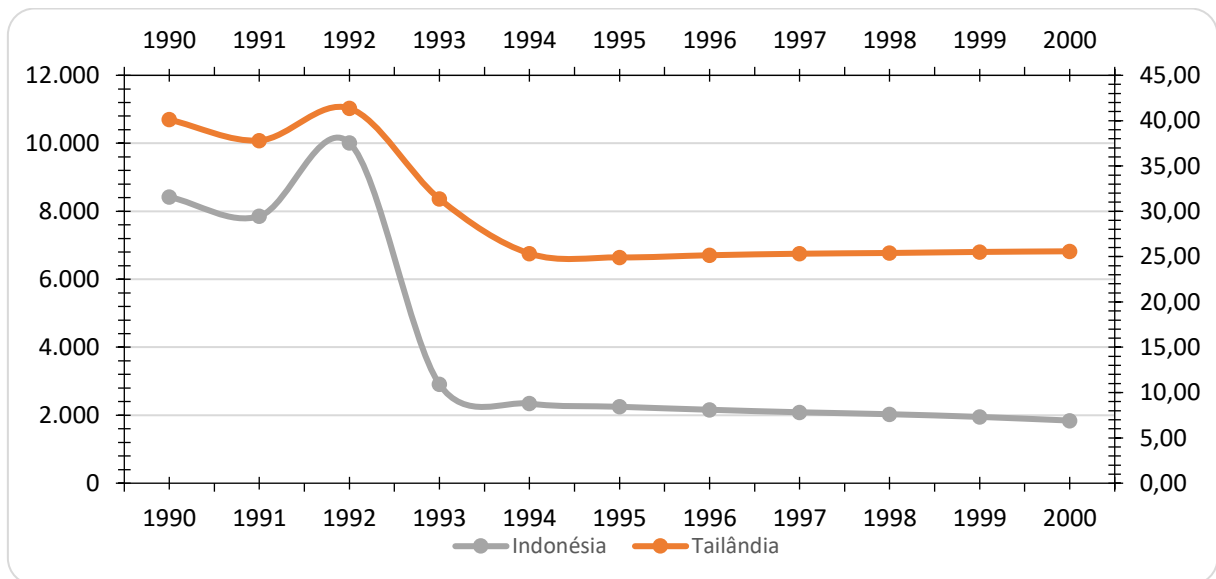
Os países do Leste Asiático adotavam um regime de câmbio fixo com ajustes marginais que, pela grande entrada de fluxos de capitais estrangeiros, permitia a apreciação das moedas da região. De 1990 a 1996 a moeda coreana, o won, apreciou-se 31,67 p.p., enquanto a apreciação do peso filipino foi de 25,37 p.p. e do ringgit, moeda oficial da

Malásia, foi de 5,79 p.p.. Em 1997, as depreciações cambiais da Coréia do Sul, Filipinas e Malásia foram 17,79 p.p., 1,59 p.p. e 4,20 respectivamente, em 1998 as quedas foram de 48,75 p.p., 18,94 p.p. e 24,30 p.p.. A principal causa dessas depreciações foi a saída dos fluxos de capital estrangeiro.

Os dados para a Rússia só estavam disponíveis a partir de 1994. O governo russo adotava um regime de câmbio fixo tentando manter sua moeda valorizada, o que era possível, principalmente, pela entrada de capital especulativo no país. De 1994 a 1997, a taxa de câmbio tinha se apreciado em 30,30 p.p., já em 1998, o câmbio se depreciou em 9,37 p.p. seguida por uma depreciação de 22,22 p.p. em 1999. Essa depreciação ocorreu diante da saída do capital especulativo do país e com o esgotamento das reservas internacionais, fazendo com que o governo deixasse o câmbio flutuar.

O caso brasileiro foi um pouco diferente, com as crises do Leste Asiático e da Rússia, em 1998 o câmbio já havia se depreciado em relação ao início da década, com uma depreciação de 7,75 p.p. Porém, a maior depreciação foi observada justamente no ano em que ocorreu a crise, com uma depreciação de 35,80 p.p. em 1999, no ano seguinte a taxa de câmbio já voltou a apresentar uma pequena apreciação de 5,56 p.p. O regime cambial adotado em boa parte da década de 1990 foi o regime de banda cambial, sendo abandonado em 1999 em favor do regime de câmbio flutuante.

Gráfico 2 – Taxa de câmbio nominal (moeda local corrente por dólar)



Fonte: World Development Indicators, 2021

* Os dados referentes à Tailândia estão em um eixo secundário.

Não foi possível encontrar dados a respeito da taxa de câmbio real efetiva no período analisado para os países Indonésia e Tailândia. Para abranger todos os países analisados, a análise para esses países será feita a partir da taxa de câmbio nominal.

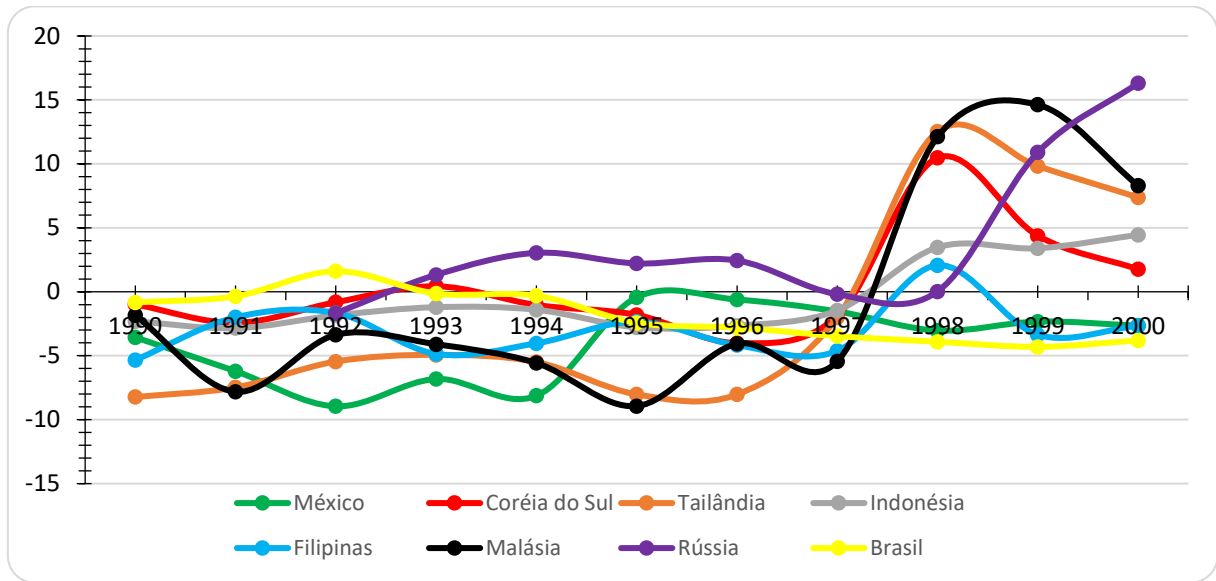
A análise do gráfico 2, mostra que o padrão observado pela taxa de câmbio nominal é diferente do padrão da taxa de câmbio real efetiva. Enquanto a taxa de câmbio real dos países da região do Leste Asiático apresentou crescimento do início da década até 1996 e sofreu a maior queda em 1997, a taxa de câmbio nominal da Indonésia e da Tailândia iniciou a década desvalorizada e foi se valorizando no decorrer dos anos, mesmo no ano da crise, não foi observada uma mudança no padrão analisado. A Rúpia Indonésia, moeda oficial do país, começou a década com US\$ 1,00 valendo Rp 8.421,78 em 1990, chegando a Rp 10.013,62 em 1992, posteriormente houve uma valorização da taxa de câmbio, em 1997 a Rúpia Indonésia estava a Rp 2.087,10 e em 2000 a Rp 1.842,81.

A moeda oficial da Tailândia, o Bath, apresentou o mesmo padrão da Rúpia Indonésia. Em 1990 US\$ 1 estava valendo THB 40,11, chegando a THB 41,36 em 1992, posteriormente, também houve uma valorização da taxa de câmbio nominal, que passou a apresentar uma maior estabilidade, em 1997 o Bath estava a THB 25,32 e em 2000 a THB 25,59.

3.2. RELAÇÃO ENTRE CONTA CORRENTE E PIB

Devido à dependência que os países emergentes têm da entrada de fluxos de capital externo, as economias que possuem déficits em conta corrente ficam vulneráveis quanto à volatilidade desses fluxos. Assim, a análise da relação entre conta corrente e PIB indica a situação da conta corrente dos países, mostrando quais países possuem déficits no saldo do balanço de pagamentos em conta corrente e, conseqüentemente, estão mais vulneráveis às crises.

Gráfico 3 – Relação entre conta corrente e PIB (% do PIB)



Fonte: World Economic Outlook Database, 2021

O Gráfico 3 apresenta a relação entre conta corrente e PIB. De maneira geral, nos países do Leste Asiático, México e Brasil essa relação foi significativa para a crise, piorando sua situação até o ano em que ocorrem a crise. Após a crise, com algumas mudanças políticas e com a necessidade de se fazer uma readequação da conta corrente, essa relação melhora. Entretanto, no caso russo, essa relação não foi significativa para a crise, visto que, majoritariamente, essa relação foi positiva, até mesmo quando os valores foram negativos, eles foram próximos de 0.

O México apresentou valores negativos para a relação entre conta corrente e PIB em todos os anos da década de 1990, ou seja, apresentava déficit em conta corrente, chegando aos valores mínimos de -8,95% em 1992 e -8,13% em 1994, ano da crise. Após a crise, a conta corrente mexicana passou por um processo de adequação, melhorando sua situação, ainda que apresentando resultados negativos, em 1995 o resultado foi de -0,44%, chegando em -2,65% em 2000.

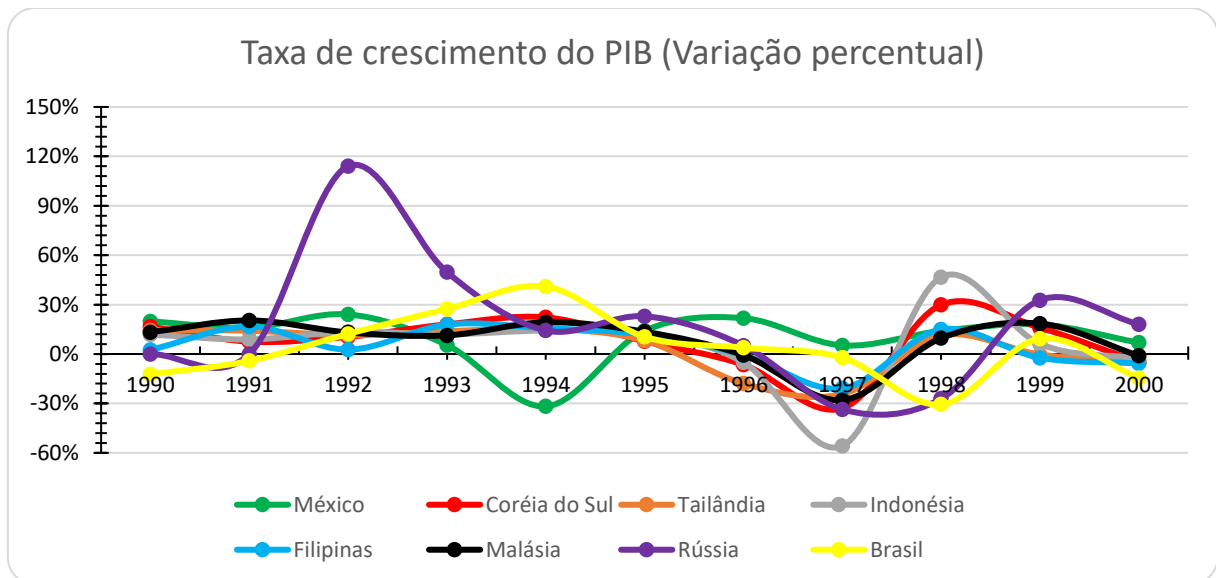
Nos países do Leste Asiático, as piores relações foram para a Tailândia e Malásia, que apresentaram valores mínimos menores que -8% em 1990, 1995 e 1996, no caso tailandês e 1995, no caso malaio. De forma geral, o Leste Asiático apresentou uma deterioração nessa relação entre 1994 e 1996, essa piora da relação foi detida com a crise de 1997, que forçou um ajuste na conta corrente dos países da região, com todos os países apresentando valores positivos, com a Tailândia, a Malásia e a Coréia do Sul apresentando valores de 12,53%, 12,12% e 10,48%, respectivamente, em 1998.

O Brasil também apresentou resultados negativos na relação entre conta corrente e PIB, porém, com valores mais controláveis, visto que eram mais próximos ao equilíbrio, chegando até mesmo a apresentar uma relação positiva de 1,61% em 1992. Entretanto, após a crise mexicana em 1994, os déficits em conta corrente aumentaram progressivamente até apresentar o valor de -4,31% em 1999. No ano seguinte, essa relação apresentou uma pequena melhora apresentando o valor de -3,81%.

3.3. PIB

O crescimento do PIB pode significar rendas e lucros maiores, menores riscos de *default* e crises bancárias sistêmicas. Porém, esse crescimento também pode ser resultado de um forte crescimento de investimentos especulativos, que podem ocorrer por risco moral no mercado de crédito. Diante de uma crise financeira, o mais comum é que o PIB do país sofra uma retração, indicando quão severa foi a crise. O gráfico abaixo apresenta a taxa de crescimento do PIB nos países analisados.

Gráfico 4 – Taxa de crescimento do PIB (Variação percentual)



Fonte: World Economic Outlook Database, 2021

A análise do gráfico 4, mostra que, quase todos os países analisados apresentavam taxas de crescimento do PIB positivas do início da década até o ano em que a crise ocorreu de fato. No México, a taxa de crescimento do PIB em 1992 foi de 24%. Em 1993, a taxa de crescimento ainda foi positiva, porém, com valores decrescentes. No ano da crise, 1994, a

taxa de crescimento do PIB mexicano foi negativa, com redução de -32%. Nos anos seguintes, a taxa de crescimento voltou a ser positiva.

Os países do Leste Asiático também apresentaram taxas de crescimento do PIB positivas no início da década de 1990, porém, no decorrer da década, sua variação foi mais oscilante. Até 1994, as taxas de crescimento do PIB nos países da região, ainda eram crescentes. Nesse ano, Coreia do Sul, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia apresentaram taxas de 22%, 14%, 19%, 16% e 15%, respectivamente. Em 1995, as taxas ainda eram positivas, porém, decrescentes. Em 1996, as taxas de crescimento já eram negativas, e em 1997, apresentaram seus menores valores, com os países apresentando reduções de -33%, -56%, -28%, -21%, -24%. Posteriormente, os valores voltaram a ser positivos. Porém, em 2000, as taxas de crescimento do PIB dos países voltaram a ser negativas.

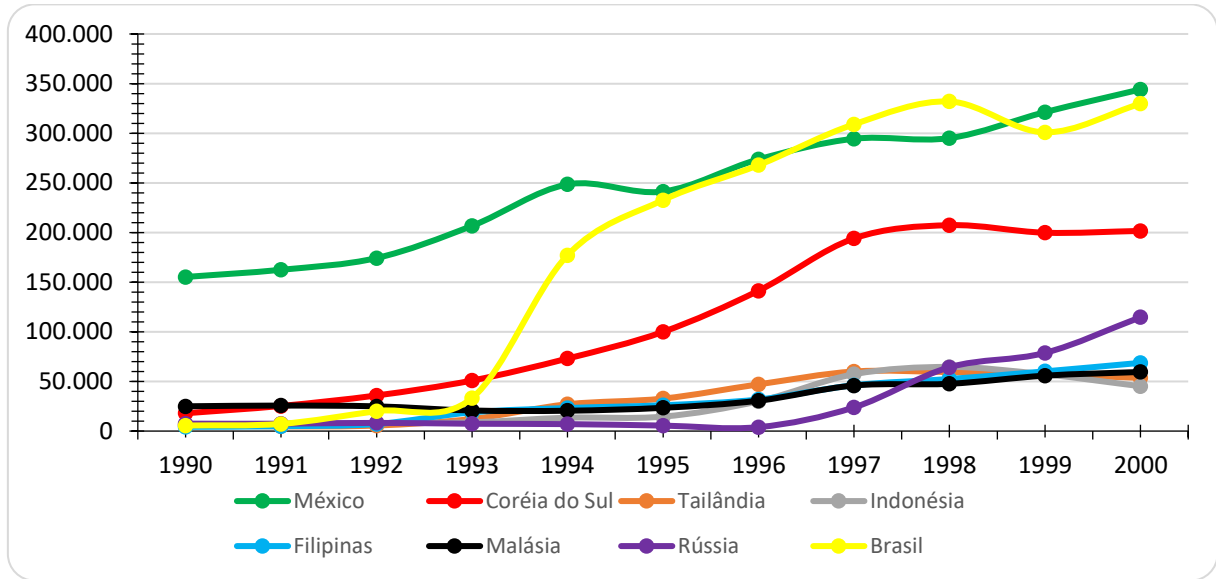
A Rússia, apresentou taxas de crescimento do PIB positivas até 1996, com máximo crescimento de 114% em 1992. No período analisado, o país apresentou taxas de crescimento negativas em dois anos, 1997 e 1998. Em 1997, afetada pela crise do Leste Asiático, houve redução de -34% na taxa, já em 1998, ano em que foi atingida pela crise, houve uma redução de -57%, posteriormente, a taxa voltou a ser positiva.

O caso brasileiro foi diferente dos anteriores. Nos dois primeiros anos da década, a taxa de crescimento do PIB foi negativa, com valores de -12% e -4%, respectivamente. Nos anos seguintes, até 1996, a taxa foi positiva, com destaque para o crescimento de 41%, em 1994. Nos quatro últimos anos da década, afetada pelas crises do Leste Asiático e da Rússia, somente em 1999, a taxa de crescimento foi positiva. Dentre os anos com taxa negativa, destaca-se a redução de 31% em 1998.

3.4. DÍVIDA EXTERNA

A dívida externa representa a somatória das dívidas pública e privada de um país que é devida em moeda estrangeira, ou seja, a dívida externa corresponde à soma de todos os empréstimos e financiamentos contraídos no exterior. O tamanho e o perfil da dívida indicam quão vulnerável está o país. Países com um alto endividamento externo, podem ficar vulneráveis a variáveis como taxas de câmbio e juros, assim, quanto maior a dívida externa de um país, maior sua instabilidade e vulnerabilidade financeira.

Gráfico 5 – Dívida externa (US\$ milhões)



Fonte: Federal Reserve Economic Data, 2021

A análise do gráfico 5 mostra que, todos os países apresentaram uma tendência de crescimento da dívida externa na década de 1990 e que esse crescimento foi maior no México, Brasil e Coréia do Sul.

No México, o destaque com relação à dívida externa, foram os títulos de curto prazo denominados em dólar, conhecidos como *tesobonus*, que possuíam uma grande participação nos portfólios estrangeiros, fazendo com que a dívida externa mexicana aumentasse. Em todo o período analisado, o crescimento da dívida externa mexicana foi de US\$ 189 bilhões.

Os países do Leste Asiático apresentavam uma dívida externa mais controlada, somente com a Coréia do Sul apresentando valores muito altos. O aumento da dívida da Coréia do Sul na década foi de US\$ 183 bilhões, valor muito mais alto que os outros países da região. Essa maior estabilidade da dívida dos países do Leste Asiático, atrapalhou a melhor avaliação desse indicador, que apesar de uma maior segurança em comparação com outros países emergentes, ainda apresentava um crescimento.

A Rússia também observou o aumento de sua dívida externa por toda a década. A fuga de capitais do país, fez com que o governo russo não conseguisse mais rolar sua dívida, fazendo com que ela aumentasse. De 1990 a 2000 esse aumento foi de US\$ 107 bilhões.

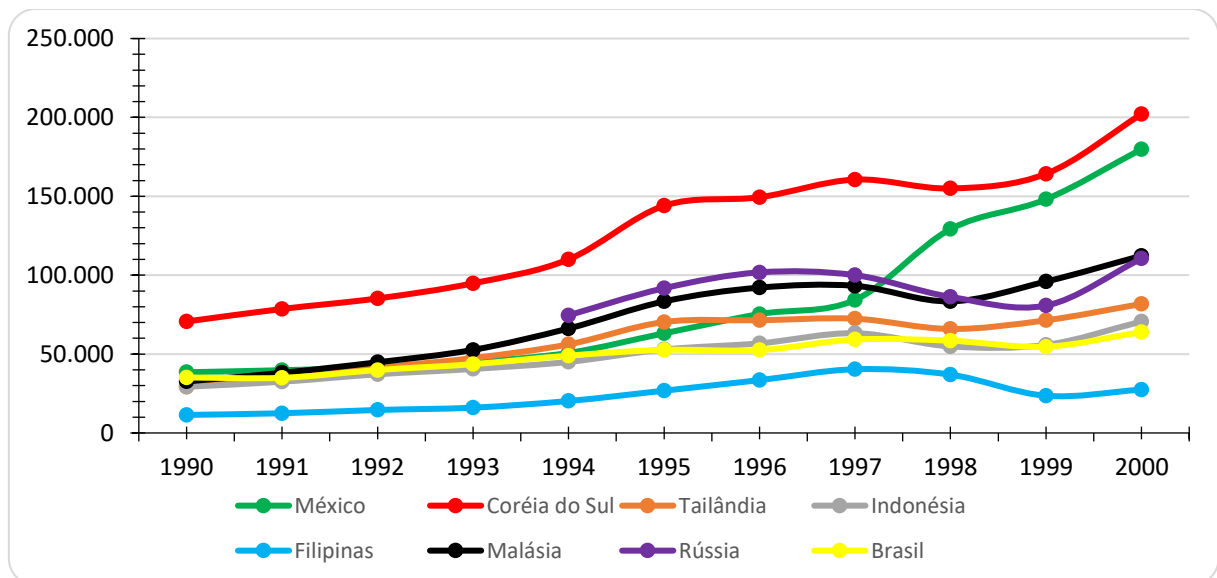
Durante a década de 1990, a dívida brasileira aumentou e piorou seu perfil, uma vez que grande parte dela era indexada ao dólar, ficando suscetível à desvalorização cambial. A desvalorização cambial ocorreu, desvalorizando também os títulos públicos utilizados para *hedge* cambial, o que piorou ainda mais a dívida. Outro fator que, segundo Mathias (2000),

também contribuiu para o aumento da dívida brasileira, foi que a taxa real de juros era maior que a taxa de crescimento econômico. Em toda a década, a dívida brasileira aumentou US\$ 324 bilhões.

3.5. EXPORTAÇÃO

Diversos países emergentes têm nas exportações uma importante fonte de receita para seu desempenho externo e também para seu crescimento econômico. Assim, as exportações são fundamentais tanto para a economia doméstica, quanto para as relações econômicas internacionais dos países.

Gráfico 6 – Exportação de bens e serviços (US\$ milhões)



Fonte: World Development Indicators, 2021

A análise do gráfico 6, mostra que somente o México conseguiu taxas de crescimento positivas durante toda a década de 1990, indicando que a desvalorização cambial que ocorreu na crise de 1994, conseguiu cumprir a função de aumentar as exportações. O aumento das exportações de 1990 a 1994 foi de 32%, aumentando de US\$ 38 bilhões para US\$ 50 bilhões. Em 1995, o valor das exportações foi de US\$ 63 bilhões, um aumento de 24%, já em 2000 as exportações foram de US\$ 179 bilhões, com um aumento de 185% em relação a 1995.

Todos países do Leste Asiático apresentaram crescimentos nas exportações de 1990 a 1997, quando a região foi atingida pela crise. A Malásia e as Filipinas observaram as maiores variações de suas exportações nesse período, com aumentos de 186%, de US\$ 32 bilhões para

US\$ 93 bilhões e 253%, de US\$ 11 bilhões para US\$ 40 bilhões, respectivamente. Em 1998, todos os países verificaram quedas nas exportações, a queda na Malásia foi de -11% indo para US\$ 83 bilhões, já nas Filipinas a queda foi menor, de -8%, indo para US\$ 37 bilhões. Em 1999, praticamente todos os países da região, já voltaram a apresentar crescimentos nas exportações, a exceção foi as Filipinas, onde as exportações só voltaram a crescer em 2000.

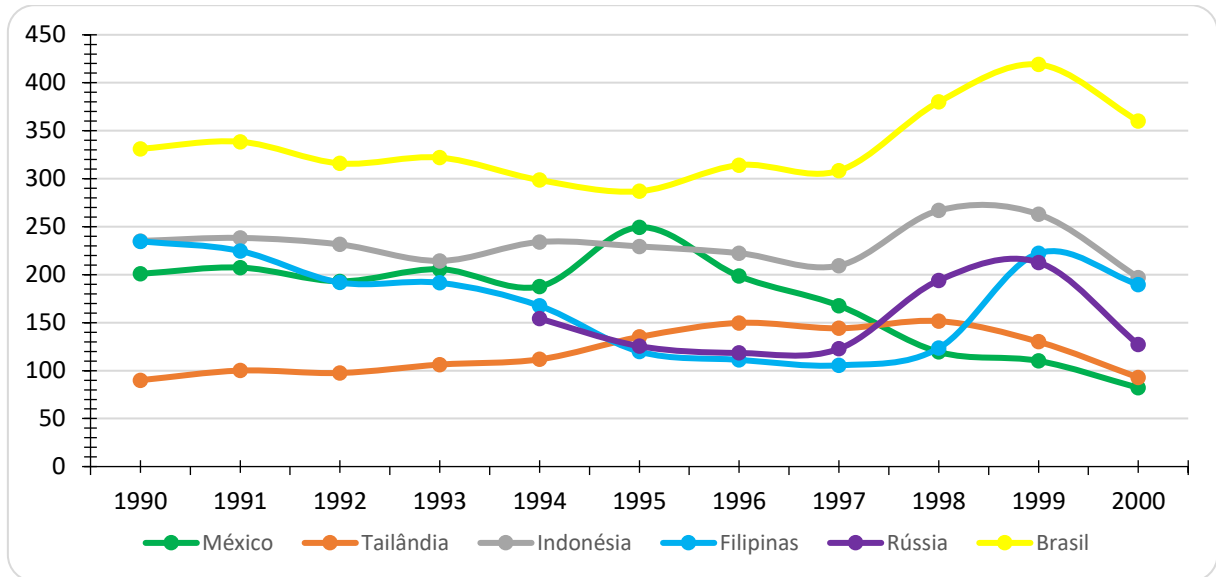
Na Rússia, a pauta exportadora era muito voltada para *commodities*, principalmente petróleo, o que torna as exportações russas instáveis, visto que o preço das *commodities* são altamente voláteis. A crise do Leste Asiático aumentou a pressão deflacionária sobre o preço das *commodities*, e em 1998 houve uma queda nos preços internacionais do petróleo, afetando as exportações russas que apresentaram quedas em 1998 e 1999. De 1994 a 1997, a receita das exportações russas aumentou 34%, indo de US\$ 74 bilhões para US\$ 100 bilhões, em 1998 a receita das exportações caíram para US\$ 86 bilhões e em 1999 as exportações caíram mais US\$ 6 bilhões. Em 2000, a Rússia conseguiu recuperar o crescimento de suas exportações, atingindo US\$ 110 bilhões, maior valor da década.

Assim como a Rússia, a pauta exportadora brasileira é altamente dependente de produtos primários, incluindo as *commodities*, como o petróleo. Portanto, as exportações brasileiras também foram afetadas pela queda nos preços do petróleo em 1998. De 1990 a 1997, as exportações brasileiras cresceram 68%, indo de US\$ 35 bilhões para US\$ 59 bilhões. Porém, as quedas das exportações brasileiras foram menores se comparadas às russas, em 1998 as exportações brasileiras foram de US\$ 58 bilhões e em 1999 US\$ 54 bilhões, e, assim como o caso russo, em 2000, as exportações brasileiras atingiram o maior valor da década, com US\$ 63 bilhões.

3.6. RELAÇÃO ENTRE DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA E EXPORTAÇÕES

A relação entre dívida externa líquida e exportações, indica a capacidade de um país saldar sua dívida externa líquida com a receita das exportações, ou seja, considerando 100% igual a 1 ano, essa relação indica o número de anos necessário para pagar a dívida externa líquida com a receita das exportações, quanto maior a participação das exportações no produto e maior a acumulação de reservas internacionais, menor será a vulnerabilidade externa do país. Segundo Aldrighi & Cardoso (2009), valores de até 150% são aceitáveis.

Gráfico 7 – Estoque da dívida externa (% das exportações de bens, serviços e renda primária)



Fonte: International Debt Statistics, 2021

O Gráfico 7 mostra a relação entre dívida externa líquida e exportações, mostrando os estoques da dívida externa como uma porcentagem das exportações de bens, serviços e renda primária. A análise deste gráfico mostra que, no México, essa relação ficou acima do valor crítico até 1997, atingindo em 1995, ano posterior à crise, seu maior valor de 249,39%. A partir de 1998, a relação ficou abaixo do valor crítico, apresentando valores decrescentes, mostrando uma melhora na capacidade de resistir a choques externos.

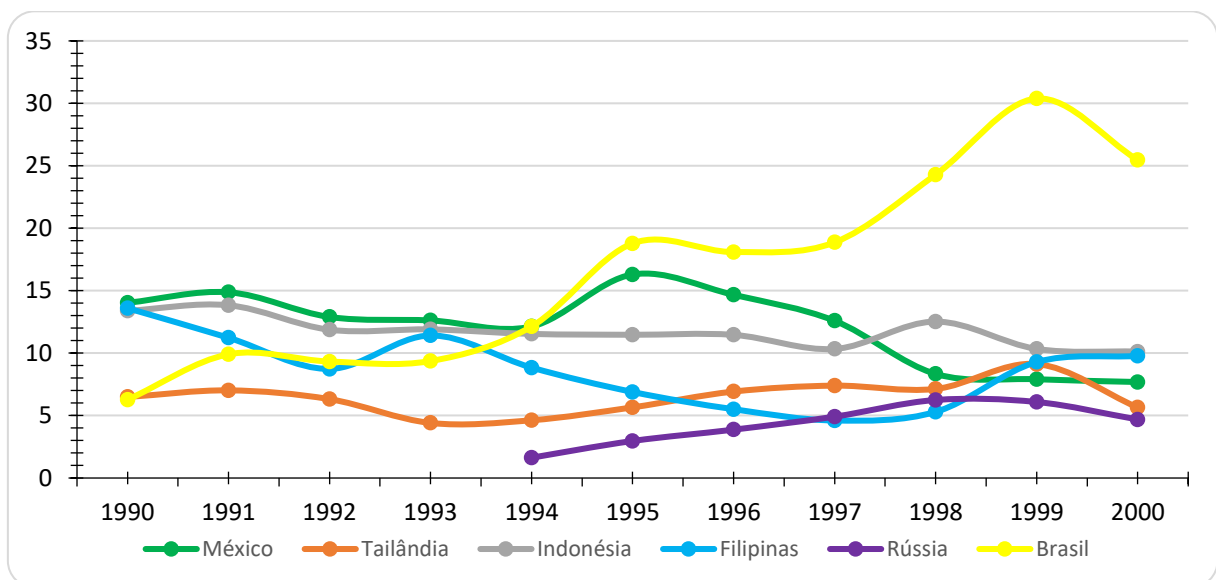
Os países do Leste Asiático analisados, também apresentaram valores altos, apesar da Tailândia ter apresentado valores abaixo do crítico por todo o período analisado. Os valores referentes à Indonésia foram estáveis, porém, maiores que o crítico por todo o período, alcançando o máximo de 266,89% em 1998, mesmo ano em que a Tailândia apresentou maior valor, e também ano posterior à crise. Já as Filipinas apresentaram uma tendência de redução dessa relação por quase toda a década, em 1990, a relação estava em 234,72%, seguindo a tendência de queda, em 1995 o valor foi de 119,82%, abaixo do crítico, o que permaneceu até 1998, em 1999 os valores voltaram a subir acima do crítico.

Na Rússia, essa relação era mais controlada que nos outros países analisados. Somente em 1998 e 1999, os valores observados foram maiores que o valor crítico. Por sua vez, no Brasil essa relação já estava mais preocupante, uma vez que, por todo o período analisado, seus valores foram muito maiores que o valor crítico, chegando a 419,01% em 1999, indicando que o país não tinha capacidade para resistir a choques externos.

3.7. SERVIÇO DA DÍVIDA EXTERNA COMO FRAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES

O serviço da dívida externa como fração das exportações é outro indicador da capacidade de solvência externa de uma economia, medindo a relação entre as despesas referentes ao pagamento da amortização e dos juros da dívida externa e o valor das exportações de bens e serviços. Segundo Aldrighi & Cardoso (2009) valores de até 25% são aceitáveis.

Gráfico 8 – Pagamento de juros sobre a dívida externa (% das exportações de bens, serviços e renda primária)



Fonte: International Debt Statistics, 2021

O gráfico 8 mostra a capacidade dos países pagarem os juros e as amortizações das dívidas utilizando a renda das exportações. Sua análise, mostra que a maioria dos países conseguem ficar abaixo do valor crítico em todos os anos da década de 1990, com exceções do México e do Brasil. Os países do Leste Asiático e a Rússia, apresentaram valores abaixo do crítico em toda a década de 1990, mesmo nos períodos de crise, indicando uma situação externa mais controlada e uma forte recuperação.

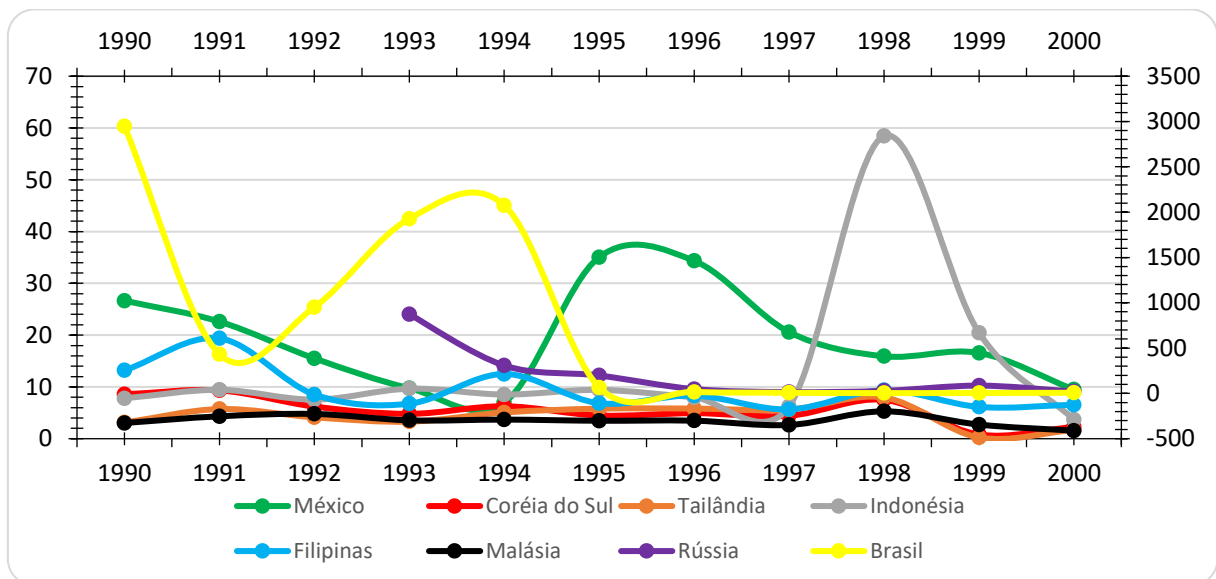
No México, o único ano em que o país ultrapassou o valor crítico foi em 1995. Segundo Aldrighi e Cardoso (2009), esse aumento ocorreu graças ao pagamento de amortizações da dívida externa referente ao Plano Brady. Por todo o restante do período, os valores foram abaixo do crítico, indicando uma situação mais controlada.

Já no Brasil, os valores foram abaixo do crítico até 1994. Em 1995, também pelos pagamentos referentes ao Plano Brady, a relação ultrapassou o valor crítico e permaneceu assim por todo o restante do período, chegando a 30,38% em 1999, mostrando o agravamento das contas externas do país.

3.8. TAXA DE INFLAÇÃO

Países com uma taxa de inflação instável e constantemente elevada, sofrem com a falta de credibilidade, o que dificulta para que o país consiga obter financiamento em sua própria moeda, aumentando sua dependência de capitais externos e, assim, esses países ficam mais vulneráveis a crises cambiais e financeiras. A instabilidade da inflação também aumenta os riscos relacionados ao setor bancário mais frágil.

Gráfico 9 – Taxa de inflação (Variação percentual)



Fonte: World Economic Outlook, 2021

* Os dados referentes à Rússia e ao Brasil estão em um eixo secundário.

A análise do gráfico 9 mostra que, a alta inflação era um problema maior no Brasil e na Rússia, tanto que no gráfico esses países ficaram em um eixo secundário. O México tinha passado por um processo de combate à inflação nos anos 1980, assim, os anos 1990 apresentaram uma taxa de inflação mais estável e decrescente até 1994 quando a inflação foi 6,99%. Após a crise a inflação voltou a crescer chegando a 35,06% em 1995 e 34,35% em 1996, posteriormente a inflação voltou a cair.

Os países do Leste Asiático, de forma geral, mantiveram posições fiscais responsáveis até 1996, possibilitando um maior controle da inflação. Após a crise de 1997, a inflação apresentou uma alta em 1998, porém, essa alta foi rapidamente controlada, tanto que em 1999 Coréia do Sul e Tailândia apresentaram uma inflação próxima a zero. A exceção foi a Indonésia em que a inflação saltou de 6,24% em 1997 para 58,45% em 1998, essa alta na inflação foi causada, principalmente, por conflitos políticos, com a população do país rejeitando o governo do presidente Hadji Mohamed Suharto, que já governava o país por 31 anos, até sua renúncia em 21 de maio de 1998.

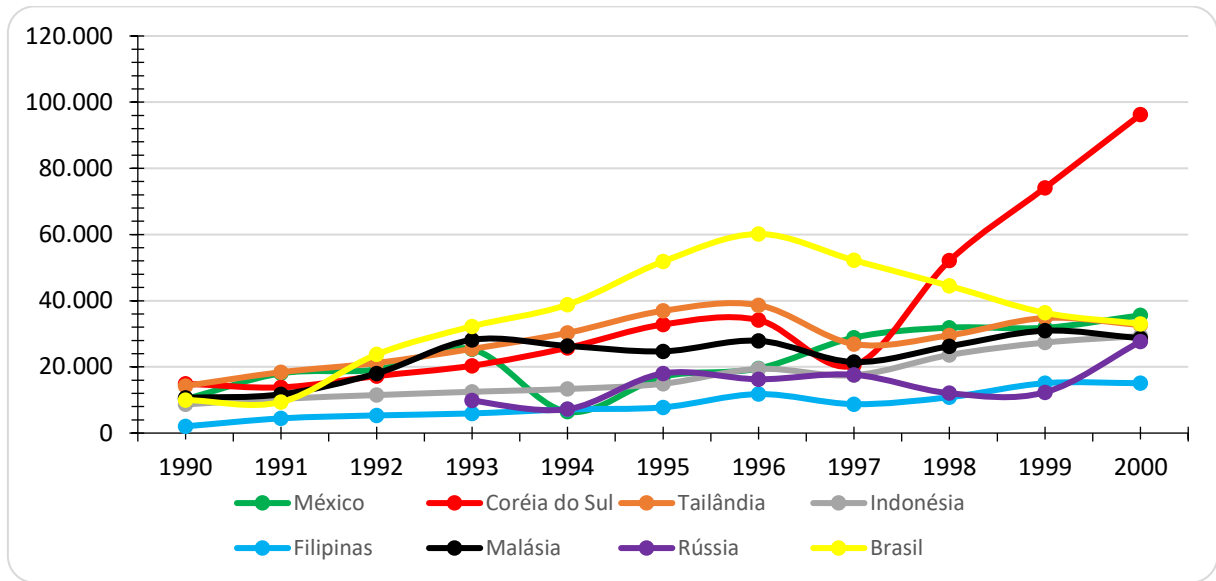
A Rússia possuía uma inflação de três dígitos de 1993 a 1995, quando o governo russo iniciou um plano de estabilização que tinha como um dos objetivos reduzir a inflação. Para isso, o governo iria retirar moeda do mercado, realizando a troca de rublos no mercado por títulos do tesouro. Assim, a inflação do país caiu, chegando a 14,76% em 1997. Após a crise de 1998, a inflação voltou a subir atingindo 85,75%, ou seja, mesmo com o aumento da inflação, ela não chegou ao nível anterior à estabilização.

O Brasil possuía uma taxa de inflação ainda maior que a Rússia no início da década de 1990, apresentando uma inflação de quatro dígitos em 1990, 1993 e 1994, sendo 2.075,83% em 1994, mesmo ano em que foi implementado o Plano Real. O Plano Real trouxe uma estabilidade para a economia brasileira e conseguiu reduzir a inflação, em 1995 a inflação foi de 66,01% e continuou diminuindo posteriormente, mesmo com a crise de 1999 a inflação continuou controlada, sendo de 4,86% neste ano.

3.9. RESERVAS INTERNACIONAIS

O nível de reservas internacionais, indica a capacidade de um país se defender de um ataque especulativo contra sua moeda. Em uma situação incerta, os agentes econômicos buscam aumentar sua segurança aumentando seus depósitos em moedas centrais, reduzindo o investimento em moedas periféricas. Assim, os países emergentes são alvos de ataques especulativos, uma vez que em momentos de incerteza, os agentes econômicos preferem a maior segurança dada pela moeda estrangeira aos depósitos em moedas domésticas, tornando o cenário mais frágil e propício à crise.

Gráfico 10 – Reservas internacionais (US\$ milhões)



Fonte: World Development Indicators, 2021

A análise do gráfico 10, mostra que em todos os países analisados o nível de reservas internacionais estava aumentando, mesmo que em diferentes magnitudes, nos anos anteriores às suas respectivas crises. Nos anos que culminaram nas crises, houve uma queda nas reservas internacionais em cada país atingido. A principal causa das quedas nas reservas, foi a tentativa de manter a taxa de câmbio valorizada, gastando suas reservas internacionais. Outros fatores que levaram às quedas das reservas foram ataques especulativos, saída de fluxos de capital, tentativa de manter a taxa de juros interna baixa, caso mexicano, e corrida bancária, caso asiático.

No México, as reservas aumentaram em US\$ 15 bilhões de 1990 até 1993. Porém, de 1993 para 1994, houve uma forte queda de 75%, saindo de US\$ 25 bilhões para US\$ 6 bilhões. Na região do Leste Asiático, os países em que as reservas apresentaram maior volatilidade foram Coréia do Sul e Tailândia. De 1990 a 1996 os aumentos nas reservas desses países foram de US\$ 19 bilhões e US\$ 24 bilhões, respectivamente, enquanto as quedas de 1996 para 1997 foram de 40% e 30%, respectivamente, com as reservas da Coréia do Sul saindo de US\$ 34 bilhões para US\$ 20 bilhões e com as reservas da Tailândia saindo de US\$ 38 bilhões, em 1996 para US\$ 26 bilhões, em 1997.

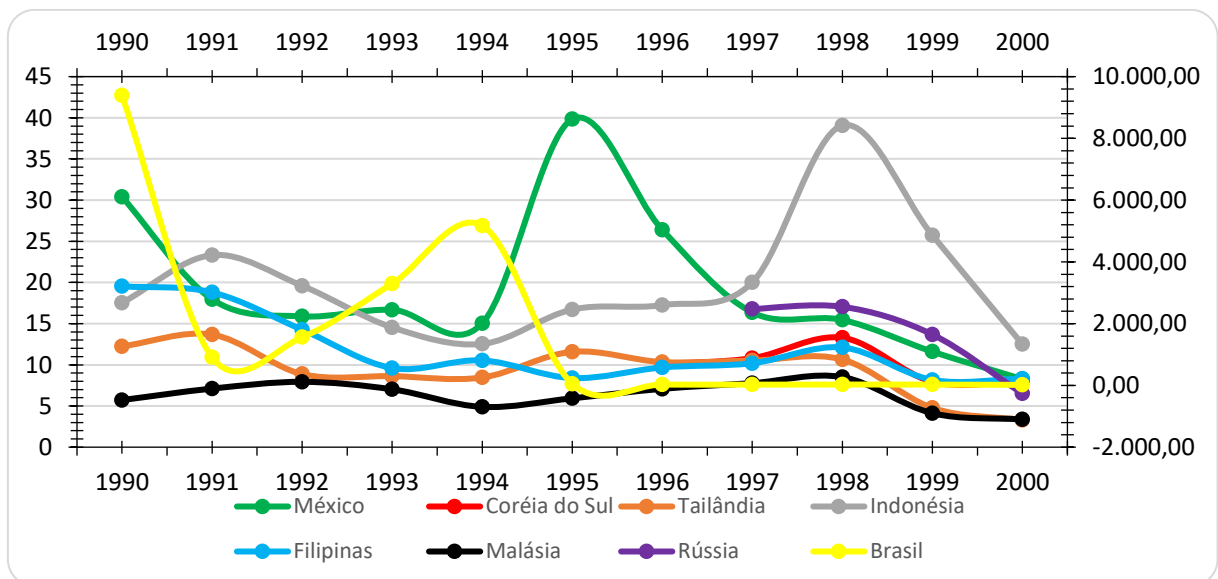
Na Rússia e no Brasil, as quedas nas reservas nos anos em que esses países sofreram as crises foram menores. A economia russa ainda não era muito aberta aos investidores estrangeiros, o que fazia com que o país não estocasse muitas reservas internacionais. De 1993 até 1997, as reservas da Rússia aumentaram em US\$ 7 bilhões, e a queda das reservas de

1997 para 1998, foi de 32%, saindo de US\$ 17 bilhões para US\$ 12 bilhões. As reservas internacionais brasileiras aumentaram em US\$ 50 bilhões de 1990 a 1996, ano em que as reservas brasileiras apresentaram o maior valor. Porém, a economia brasileira foi altamente afetada pelas crises anteriores e começou a perder reservas já em 1997. A queda de 1996 para 1999 foi de 40%, saindo de US\$ 60 bilhões para US\$ 36 bilhões.

3.10. TAXA DE JUROS

A taxa de juros, pode ser um instrumento para conter a queda das reservas internacionais ou a depreciação cambial, por meio de um aumento nas taxas de juros domésticas. Porém, esse aumento da taxa de juros, eleva as despesas financeiras e o risco de *default* do setor privado e do setor público, agravando os problemas de seleção adversa e risco moral nos mercados financeiros, o que pode contribuir para precipitar uma crise, conforme apontado no capítulo 1 desta monografia.

Gráfico 11 – Taxa de juros (% ao ano)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* Os dados referentes ao Brasil estão em um eixo secundário.

A análise do gráfico 11 mostra que, no geral, as taxas de juros da década de 1990 nos países analisados foram altas, muito para compensar o risco de investir em mercados emergentes e, assim, atrair fluxos de capitais para os países. As maiores taxas de juros no período analisado foram observadas no Brasil, enquanto as menores foram observadas nos países do Leste Asiático, principalmente, Malásia e Coréia do Sul.

A taxa de juros do México em 1990, foi de 30,40% ao ano. Posteriormente essa taxa caiu, chegando a 15,03% em 1994, fazendo valer o esforço do governo em manter sua taxa de juros mais baixa. Com a crise de 1994, a taxa de juros mexicana apresentou uma forte alta, chegando a 39,82% em 1995. Após esse ano, o governo voltou à tentativa de manter a taxa de juros baixa, apresentando taxas decrescentes no restante da década.

As taxas de juros dos países do Leste Asiático de 1990 até 1996, estavam equilibradas e até mesmo apresentando uma tendência decrescente. Com a crise de 1997, ocorreu a saída de fluxos de capital estrangeiro, o que levou ao aumento nas taxas de juros de todos países analisados, com destaque para a Indonésia, que chegou a apresentar juros de 39,07% em 1998. Na sequência, a taxa de juros dos países do Leste Asiático, voltou a apresentar uma redução. A crise do Leste Asiático, também impactou a taxa de juros da Rússia, que aumentou suas taxas de juros para conter a saída de fluxos de capital e tentar manter o câmbio fixo.

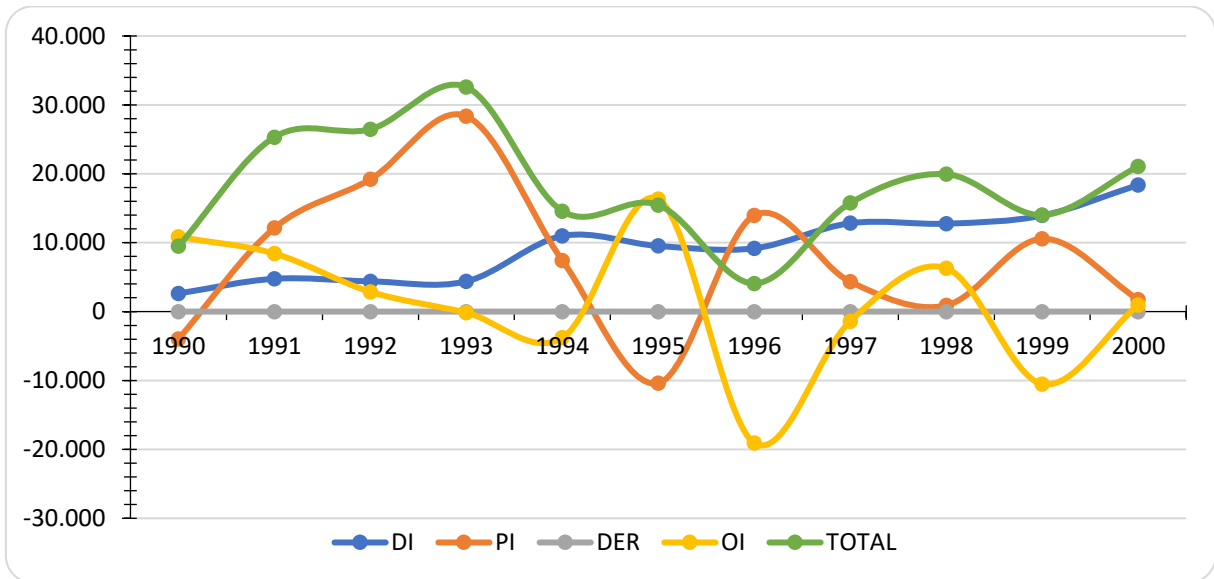
No início da década de 1990, a economia brasileira ainda sofria com a herança da década de 1980, sendo que em 1990 a taxa de juros brasileira foi de 9.394,29%. Com o Plano Real de 1994, o governo brasileiro conseguiu reduzir sua taxa de juros. Em 1995 ela apresentou uma grande redução, ainda que em um patamar elevado, chegando a 52,25%. Nos dois anos seguintes a taxa de juros continuou a cair, e esse movimento só foi interrompido em 1998, quando o governo brasileiro aumentou a taxa de juros como consequência das pressões ocorridas após as crises do Leste Asiático e da Rússia, posteriormente, ela voltou a cair.

3.11. CONTA FINANCEIRA⁵

A conta financeira registra os fluxos de capitais de um país. Ela registra todos os fluxos de transações entre o país e o restante do mundo. A conta financeira é dividida em quatro subcontas, que são o investimento direto, investimento em carteira, derivativos financeiros e outros investimentos, principalmente empréstimos bancários. A análise das subcontas pode indicar a qualidade do capital que está entrando no país, medindo o quão vulnerável está sua economia.

⁵ Para facilitar a visualização dos gráficos tornando-o mais intuitivo, os dados referentes à conta financeira foram multiplicados por (-1). Dessa forma, a interpretação do gráfico deve seguir o BPM5, com valores positivos mostrando entrada de capital e negativos saída.

Gráfico 12 – Conta financeira – México (US\$ milhões)

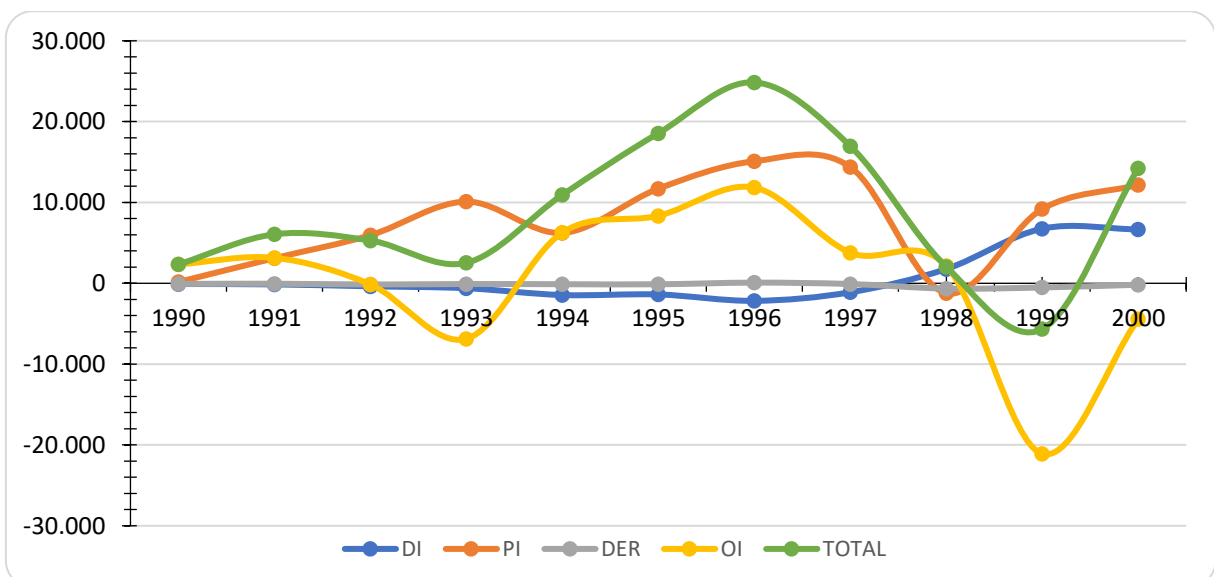


Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

As subcontas mais relevantes na conta financeira do México, são investimento em carteira e outros investimentos. O fluxo de capitais para o México, aumentou de 1990 até 1993, muito desse aumento foi graças à expectativa de que o México entrasse no NAFTA, o que ocorreu em 1994. Nesse mesmo ano, o México foi atingido pela crise financeira, fazendo com que ocorresse uma grande redução dos fluxos de capitais que estavam entrando no país, o mesmo movimento de queda seguiu nos anos posteriores.

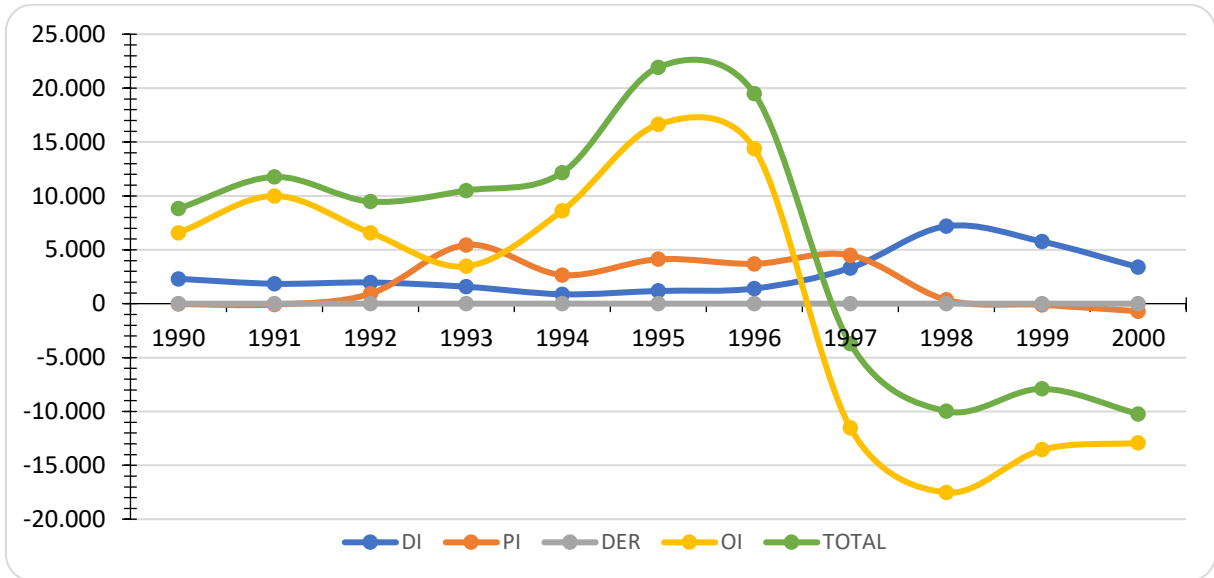
Gráfico 13 – Conta financeira – Coréia do Sul (US\$ milhões)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

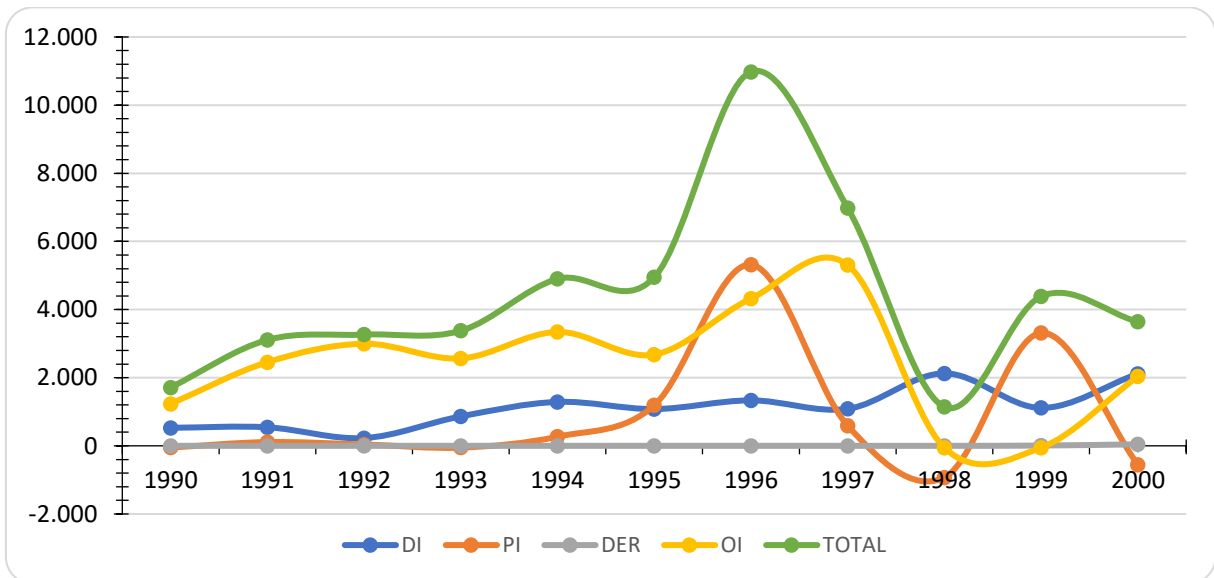
Gráfico 14 – Conta financeira – Tailândia (US\$ milhões)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

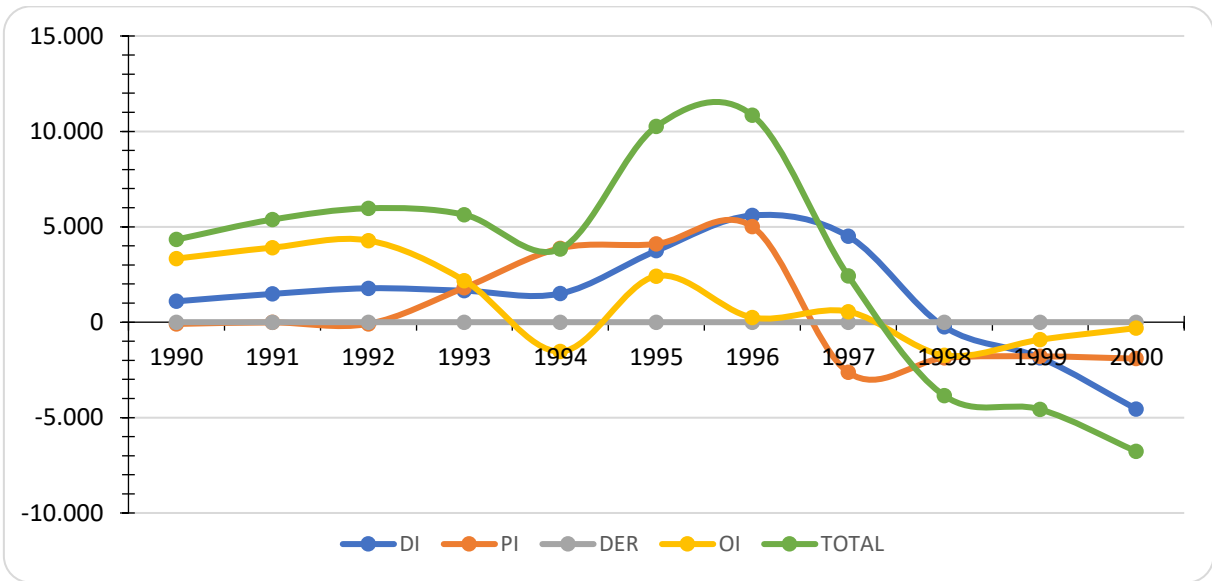
Gráfico 15 – Conta financeira – Filipinas (US\$ milhões)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

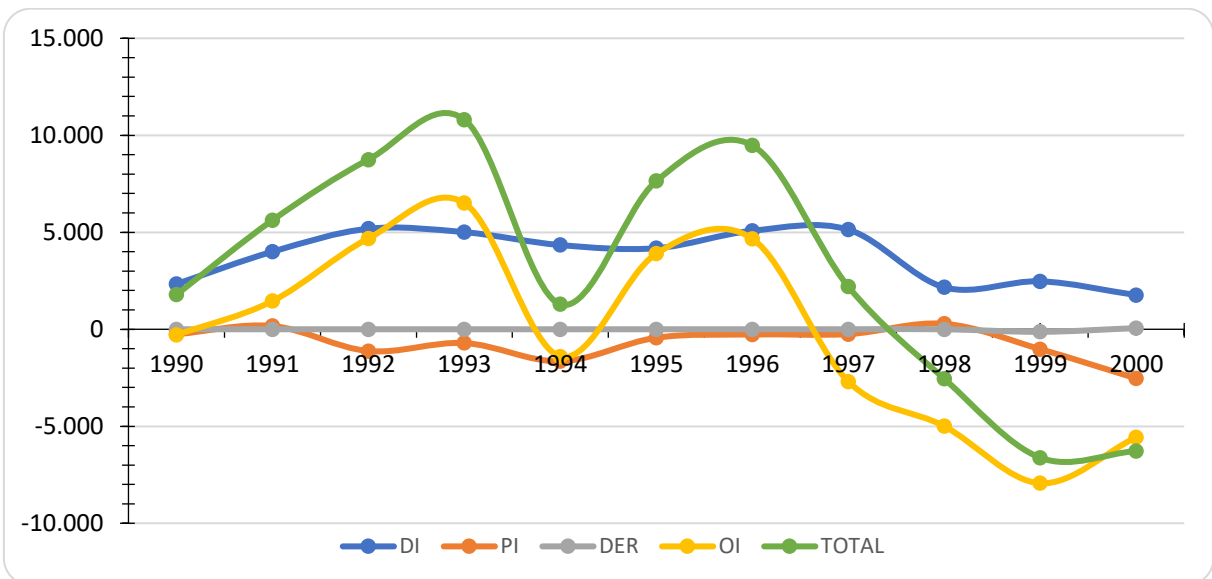
Gráfico 16 – Conta financeira – Indonésia (US\$ milhões)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

Gráfico 17 – Conta financeira – Malásia (US\$ milhões)



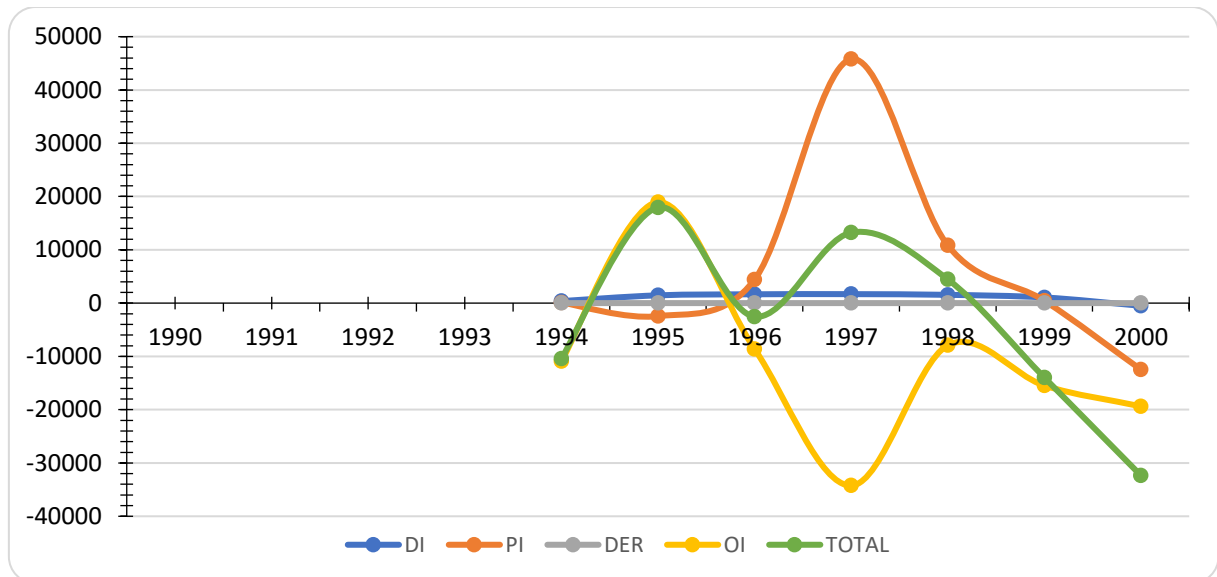
Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

Os países do Leste Asiático, no geral, apresentaram um forte aumento nos fluxos de entrada capitais até 1996, principalmente na forma de empréstimos bancários, uma vez que os países da região apresentavam uma solidez que atraía investidores internacionais. Em 1997, houve uma forte reversão do fluxo de entrada de capitais privados para esses países, sendo

esse um dos principais causadores da crise, uma vez que grande parte da atividade econômica da região era sustentada por esses fluxos. Essa queda perdurou pelos anos seguintes.

Gráfico 18 – Conta financeira – Rússia (US\$ milhões)

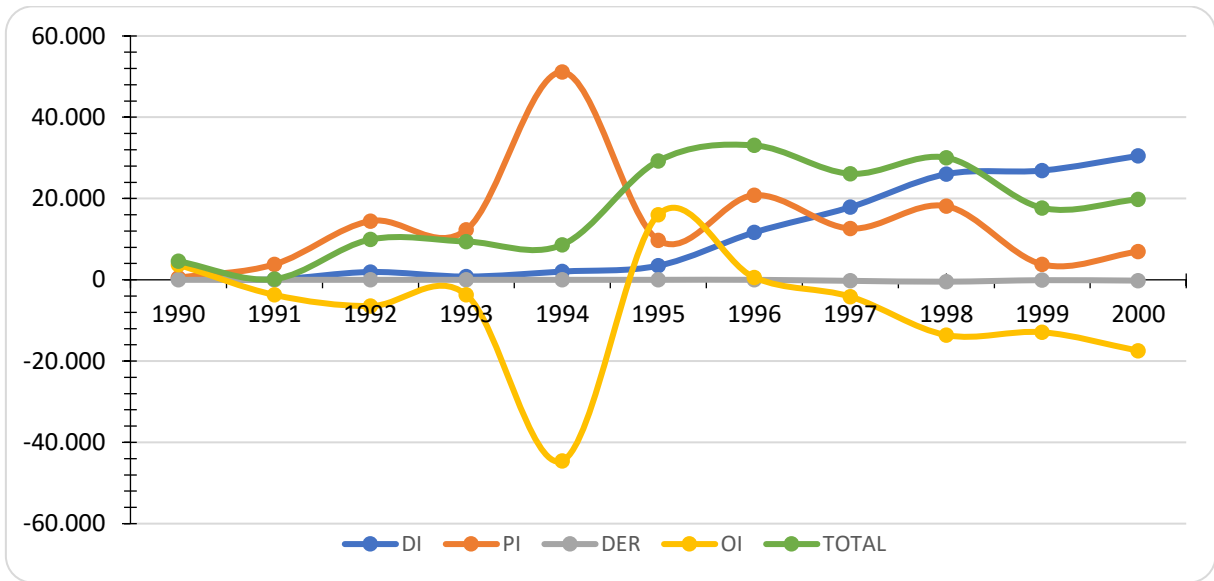


Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

A economia russa observou um grande aumento nos fluxos de capitais para o país em 1995, esse aumento passa pela abertura que permitiu que investidores estrangeiros investissem em títulos russos. Porém, grande parte desse fluxo de capitais que estava entrando no país, era de arbitragem, o que tornava a economia russa mais vulnerável às mudanças de expectativas do mercado e, em 1996, já houve uma forte saída de capital do país. Em 1997, os fluxos de entrada de capital no país voltaram a crescer, porém, a crise do Leste Asiático afetou a economia russa e fez com que houvesse uma reversão da entrada de fluxos de capitais no país. Em 1998, com a crise, houve uma nova queda nos fluxos de capitais que estavam entrando no país, o que fez com que em 1999 e 2000 houvesse uma forte saída de capitais do país.

Gráfico 19 – Conta financeira – Brasil (US\$ milhões)



Fonte: International Financial Statistics, 2021

* DI = Investimento direto; PI = Investimento em carteira; DER = Derivativos financeiros; OI = Outros investimentos.

A conta financeira brasileira, apresentou uma tendência de crescimento por quase toda a década, o que garantia uma certa estabilidade para o país, juntamente com o crescimento dos investimentos diretos, que ocorreram após 1994. Os momentos de maior oscilação, que apresentaram uma redução nos fluxos de entrada de capital no país, ocorreram em 1997, como consequência da crise asiática, e em 1999, com a saída de capital que aconteceu com a crise brasileira.

3.12. COMPARAÇÃO ENTRE AS CRISES

Pela comparação dos indicadores econômicos e de vulnerabilidade financeira dos países que sofreram as crises analisadas, pode-se observar que, geralmente, os países analisados apresentaram padrões semelhantes, ainda que por motivos diferentes.

A taxa de câmbio real efetiva dos países analisados, apresentou apreciação cambial do início da década de 1990 até sofrerem a crise, quando esses países apresentaram uma forte depreciação cambial. As exceções com relação ao padrão de movimentação da taxa de câmbio, foram Indonésia e Tailândia, países que tiveram analisadas sua taxa de câmbio nominal, esses países iniciaram a década com o câmbio desvalorizado, apresentaram uma grande valorização cambial em 1992 e, posteriormente, conseguiram manter uma certa estabilidade cambial.

A relação entre conta corrente e PIB, só não foi significativa para a crise da Rússia. Para os outros países analisados, essa relação apresentou, majoritariamente, valores negativos, mostrando que a conta corrente destes era deficitária e que era necessário realizar alguns ajustes políticos para adequar sua conta corrente. Já as taxas de crescimento do PIB de todos os países analisados cresceram do início da década de 1990 até o ano da crise, quando houve uma redução, porém, seguinte à crise o PIB voltou a crescer.

Todos os países analisados apresentaram crescimento nas exportações durante a década de 1990. Porém, somente no México esse crescimento foi observado em todos os anos da década, nos outros países analisados as exportações caíram em consequência de suas crises. A alta inflação foi um problema mais observado na Rússia e no Brasil, ainda que o México tenha apresentado valores mais altos, do que os observados no Leste Asiático.

As reservas internacionais, apresentaram o mesmo padrão para todos os países analisados, com queda das reservas nos anos das crises. A década analisada, no geral, apresentou crescimento nas reservas internacionais de todos os países analisados, porém, com quedas nos anos das crises. O Brasil foi o único país que apresentou um padrão um pouco diferente, com a queda das reservas iniciadas antes da crise. O país apresentou um forte crescimento das reservas do início da década até 1996, quando passou a apresentar quedas nas reservas, incluindo 1999, ano de sua crise. As taxas de juros dos países analisados estavam altas na década de 1990, principalmente no Brasil, por outro lado, as menores taxas foram observadas nos países do Leste Asiático, principalmente Malásia e Coreia do Sul.

A análise da conta financeira, mostra que os países analisados atraíram fluxos de capital no início da década de 1990, o que aumentou sua dependência desses fluxos. Quando esse fluxo foi interrompido, os países foram fortemente atingidos, piorando a situação da crise. Os países mais atingidos, foram os países do Leste Asiático e a Rússia, que atraíram grande quantidade de capital especulativo ou para investimentos não produtivos. Por outro lado, o Brasil foi o país menos atingido, uma vez que era uma crise mais previsível e parte relevante do capital que entrou no país foi de investimento direto.

Os dados referentes ao endividamento analisados, dívida externa, relação entre dívida externa líquida e exportações e serviço da dívida externa como fração das exportações, mostram o crescimento da dívida externa dos países analisados, principalmente Brasil e México e Coreia do Sul, exceção dos países do Leste Asiático. Nos outros países da região e na Rússia, a dívida externa também aumentou, mas em menor magnitude. A relação entre dívida externa líquida e exportações e o serviço da dívida externa como fração das exportações, mostram que a capacidade dos países pagarem suas dívidas utilizando a receita

das exportações foi afetada, principalmente no Brasil, que teve afetada a capacidade de pagar a dívida e os juros da dívida. Os outros países não apresentaram resultados insatisfatórios quanto a capacidade de pagar os juros da dívida, mas apresentaram dificuldades para pagar a dívida.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A abordagem convencional ortodoxa apresentava brechas para a interpretação das crises financeiras dos países emergentes na década de 1990, que observaram intensas reversões nos fluxos de capitais. A abertura financeira aumentou a fragilidade externa desses países, visto que eles se tornaram altamente dependentes dos fluxos de capitais externos, ficando vulneráveis às crises de incerteza do mercado, que são determinadas por uma dinâmica exógena aos países. Neste contexto, diante da constatação de que não são, necessariamente, somente erros de políticas econômicas dos países que levam à crise, a ideia de crise sistêmica ganhou força nos anos 1990. Assim, esta monografia tentou analisar a possibilidade de interpretação das crises financeiras vividas pelos países emergentes à luz de uma abordagem heterodoxa, conforme desenvolvido nos capítulos 2 e 3.

Desta forma, sob o contexto de uma maior globalização financeira, acredita-se que a abordagem heterodoxa pós-keynesiana do modelo de fragilidade financeira de Hyman P. Minsky, utilizada nesta pesquisa, pôde suprir de alguma maneira alguns tópicos relevantes não abordados pela teoria convencional. O pressuposto principal da teoria pós-keynesiana, é que as economias capitalistas são inerentemente instáveis e essa instabilidade aumentou com a globalização financeira. O argumento defendido é o de que as economias capitalistas apresentam expansões cíclicas das transações econômicas, que são acompanhadas pelo crescimento da fragilidade financeira à luz da interpretação de Minsky, englobando fatos estilizados decorrentes da globalização, como a exacerbação da incerteza e da instabilidade sistêmica.

Pela análise das crises, pode-se considerar que existem elementos que permitem incluí-las na abordagem pós-keynesiana para crises financeiras, observando-se crescimento nas transações econômicas que é acompanhado pelo aumento de sua fragilidade financeira. A maior abertura financeira dos países emergentes na década de 1990, fez com que aumentassem os fluxos de capitais direcionados para estes países. Porém, simultaneamente, aumentou-se a fragilidade financeira destes a choques externos e a maior integração financeira permitiu que esses choques fossem transmitidos para outros países, causando um efeito contágio.

A análise dos indicadores selecionados, mostra que do início da década de 1990 até sofrerem suas respectivas crises, as economias dos países emergentes passaram por um ciclo de crescimento, com taxa de câmbio controlada e indicadores como PIB, reservas internacionais e fluxo de entrada de capitais aumentando. No entanto, ao mesmo tempo,

indicadores relacionados ao endividamento externo também apresentaram crescimento acelerado, com a dívida externa aumentando e com indicadores da capacidade de solvência externa de uma economia, assumindo valores acima dos considerados aceitáveis pela literatura. Dessa forma, todos os países analisados apresentaram ciclos de financiamento *boom-bust*.

A taxa de câmbio tinha grande relevância para os países analisados, uma vez que, em sua maioria, eles realizaram planos de estabilização utilizando uma âncora cambial. Dessa forma, as crises analisadas apresentaram em comum o fato de serem iniciadas após o abandono dos regimes cambiais vigentes em favor do regime de câmbio flutuante, o que causou a desvalorização da moeda nacional e alterou as expectativas do mercado, passando de uma postura financeira relativamente protegida para uma situação externa frágil. Com a insegurança em investir em países emergentes, os investidores retiravam seu capital, revertendo o fluxo e causando a perda de reservas internacionais, dificultando a defesa contra choques externos.

Os países emergentes na década de 1990 apresentavam fortes crescimentos e existia a crença de que a convenção vigente, que garantia que os países emergentes recebessem grandes fluxos de capitais, se manteria. Porém, devido ao caráter cíclico da economia, períodos de forte desenvolvimento econômico, com abundância de crédito e com expectativas de enormes retornos, podem ser sucedidos por períodos de graves crises financeiras. Deste modo, é importante evitar a ideia de que um país não pode ser atingido por uma crise, que a época está favorável ou que as crises passadas deixaram lições que já foram captadas. Portanto, com a inerente instabilidade do sistema capitalista e com o caráter cíclico das economias, mesmo em cenários aparentemente favoráveis, não se deve abandonar a prudência.

Diante deste fato, mesmo com as reservas internacionais brasileiras em níveis muito mais favoráveis do que em 1999, ano em que ocorreu a crise analisada, não se deve abandonar a prudência quanto aos potenciais malefícios da abertura financeira. Devido à globalização, alta integração financeira e importância das relações comerciais, não é viável manter uma economia fechada, entretanto, essa abertura deveria ser comedida. Impor medidas de restrições contra a entrada de fluxos de capitais especulativos, poderia suavizar a vulnerabilidade externa da economia brasileira, tornando-a menos exposta a choques exógenos e ao efeito contágio. Outra medida possível para reduzir a vulnerabilidade externa brasileira é o Estado ser mais atuante, estimulando a demanda agregada e auxiliando na criação e consolidação de novos mercados, tornando sua economia mais estável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, D.M.; CARDOSO, A.D. Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 8, n.1 (35), p. 61-117, abr. 2009.

ALVES, T.G. **Ensaio Sobre as Crises Financeiras Internacionais: Economias Avançadas, Emergentes e em Desenvolvimento**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, 2012.

ALVES JR., A.J.; FERRARI F^o, F.; PAULA, L.F.R. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. **Economia Contemporânea**, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.

ALVES JR., A.J.; PAULA, L.F.R. Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. **Revista de Economia Política**, v. 19, n. 1 (73), p. 72-93, jan./mar. 1999.

ALVES JR., A.J.; PAULA, L.F.R. External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 22, n. 4, p. 589-617, 2000.

ANTUNES, D.J.N. O Brasil dos anos 90: um balanço. **Leituras de Economia Política**, Campinas, (9), p. 63-89, dez. 2001.

ARAÚJO, L.V.L.; MELO, L.C.M.; SILVA, L.N.F. Estudo pós-keynesiano do comportamento recente da taxa de câmbio nos BRICS. **Revista Cadernos de Campo**, Araraquara, n. 24, p. 113-142, jan./jun. 2018.

BANCO MUNDIAL. **International Debt Statistics**. Disponível em: <<https://databank.worldbank.org/source/international-debt-statistics>>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators**. Disponível em: <<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>>. Acesso em: 25 fev. 2022.

BAPTISTA, L.N.; DAMASCENO, A.O. Abertura Financeira e Crises Financeiras: Evidências Econométricas. In: XXXXV Encontro Nacional de Economia (Anpec), 2017, Uberlândia, **Anais do XXXXV Encontro Nacional de Economia**, 2017. p. 1-20.

BIANCARELI, A.M. A Visão Convencional Sobre a Abertura Financeira e suas Mutações Recentes. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 40, n.2, p. 917-942, out./dez. 2010.

CURADO, M.; CANUTO, O. Modelos de crises cambiais de “terceira geração” versus fatos estilizados na América Latina. **Economia e Sociedade**, Campinas, (16), p. 43-64, jun. 2001.

COLISTETE, R.P. Hyman Minsky: uma visão da instabilidade a partir de Keynes. **Revista de Economia Política**, v. 9, n. 2, p. 108-120, abr./jun. 1989.

DAMASCENO, A.O. Liberalização da conta de capitais e crescimento econômico: evidência de dados em painel para a América Latina. **Revista de Economia Política**, v. 28, n. 4 (112), p. 595-611, out./dez. 2008.

DYMSKI, G.A. “Economia de bolha” e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, Campinas, (11), p. 73-139, dez. 1998.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS. **Federal Reserve Economic Data**. Disponível em: <<https://fred.stlouisfed.org/>>. Acesso em: 25 fev. 2022.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **International Financial Statistics**. Disponível em: <<https://data.imf.org/?sk=4c514d48-b6ba-49ed-8ab9-52b0c1a0179b>>. Acesso em: 25 fev. 2022.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook**. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO>>. Acesso em: 25 fev. 2022.

KINDLEBERGER, C.P. **Manias, pânico e crashes: Um histórico das crises financeiras**. Tradução de Vânia Conde e Viviane Castanho. Porto Alegre: Ortiz: Gazeta Mercantil, 1992. Título original: *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*.

KRUGMAN, P. **Crises Monetárias**. Tradução: Nelson Carneiro. São Paulo: Makron Books, 2001. Título original: *Currency Crisis*.

MATHIAS, J.F.C.M. Crises financeiras e cambiais: uma análise comparativa das crises asiática, russa e brasileira. **Revista CADE-FMJ**, v.2, p. 76-106, 2000.

MATHIAS, J.F.C.M. Crises cambiais: uma abordagem Keynesiana. **Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (2008)**.

MAZAT, N.; SERRANO, F. A potência vulnerável: padrões de investimento e mudança estrutural da União Soviética à Federação Russa. IN: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. **Padrões de desenvolvimento econômico (1950-2008): América Latina, Ásia e Rússia**, v. 2, Brasília: CGEE, 2013, p. 755-892.

MINSKY, H.P. **Estabilizando uma Economia Instável**. McGraw-Hill, 2008. Título original: *Stabilizing an Unstable Economy*.

PEROBELLI, F.F.C.; SECURATO, J.R.; VIDAL, T.L. Avaliando o Efeito Contágio entre Economias durante Crises Financeiras. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 43, n. 3, p. 557-594, jul./set. 2013.

PRATES, D.M. Resenha Crítica: A Literatura Convencional Sobre Crises Financeiras nos Países “Emergentes”: Os Modelos Desenvolvidos nos Anos 90. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 35, n.2, p. 359-385, abr./jun. 2005.

VIEIRA, F.V. Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia (MG), 25 (1), p. 119-120, jul./dez. 2010. Resenha.