

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Um Estudo Comparativo das Crises Econômicas:
Sudeste Asiático e Brasil.
1994-2000**

Philip Hastings Guimarães
Matricula: 104031494
philiphastings@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. Antonio Licha
licha@ie.ufrj.r

Março 2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Um Estudo Comparativo das Crises Econômicas:
Sudeste Asiático e Brasil.
1994-2000**

Philip Hastings Guimarães
Matricula: 104031494
philiphastings@gmail.com

ORIENTADOR: Prof. Antonio Licha
licha@ie.ufrj.r

Março 2009

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

A Clara Correia Lima Hastings, minha futura razão de viver.

Agradecimentos

Agradeço a meu orientador *Antonio Licha* pela assistência prestada, sempre com muito bom humor, paciência e clareza, aos amigos e família pelo apoio, ao professor *Uriel de Magalhães* que, sem saber, durante uma aula em uma disciplina eletiva de administração, foi determinante para a escolha do tema e ao Instituto de Economia da UFRJ, pela excelente qualidade do curso e, acima de tudo, pelo constante incentivo à reflexão e à sadia argumentação.

Resumo

O trabalho pretende realizar um estudo comparativo entre a crise financeira asiática, que afetou majoritariamente Tailândia, Filipinas, Coréia do Sul, Indonésia e Malásia e a crise cambial brasileira, ambas ocorridas no final da década de 90, utilizando como referência teórica as idéias centrais de alguns modelos de crises em países emergentes e como referência empírica as variáveis macroeconômicas, comerciais e fiscais das duas regiões, referentes a segunda metade da década de 90.

Os resultados levam a crer que o componente contágio, decorrente de situação externa desfavorável, esteve bastante presente nas duas crises, principalmente a brasileira. No entanto, os maiores culpados foram os respectivos condutores de política econômica.

Lista de Tabelas e Gráficos

Tabela 1.1 – Crescimento Real do PIB nos cinco países pré-crise.....	10
Tabela 1.2 –Inflação nos cinco países pré-crise.....	11
Tabela 1.3 – Exportações e Saldo do Balanço de Pagamentos da Tailândia.....	11
Tabela 1.4 – Taxa de Cambio Nominal em relação ao US\$: Média de cada período....	20
Tabela 1.5 – Taxa cambial das Filipinas, no fechamento de cada mês.....	21
Tabela 1.6 – Reservas internacionais da Tailândia, no final de cada período.....	21
Tabela 1.7- Índice referente ao mercado imobiliário da Indonésia.	21
Tabela 1.8 – Dados de vulnerabilidade econômica,final de 1996.....	22
Tabela 1.9 – Inflação nos cinco países pós-crise.....	24
Tabela 1.10 – Crescimento real do PIB nos cinco países pós-crise.....	24
Tabela 2.1- Trajetória da Banda cambial.....	28
Tabela 2.2- Variação da Taxa Selic.....	28
Tabela 2.3- Finanças Públicas, dados em US\$mi.....	29
Tabela 2.4- Inflação e Crescimento do PIB: Brasil.....	29
Tabela 2.5- Indicadores de Balanço de pagamentos, Brasil,dados em US\$mi.....	29
Tabela 2.6- Saldo Global do Balanço de pagamentos, Brasil, dados em US\$mi.....	30
Tabela 2.7- Indicadores de Vulnerabilidade externa, Brasil, dados em US\$mi.....	33
Tabela 2.8- Variação da taxa cambial no Brasil.....	34
Tabela 2.9- Índice Ibovespa- Valor de fechamento.....	34
Tabela 3.1- A Dívida da Tailândia.....	47

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO 1- A CRISE ASIÁTICA	
1.1 - CONJUNTURA ECONÔMICA NOS ANTERIOR:1994-1997.....	10
1.2- CONSEQUENCIAS DA CRISE.....	16
1.3- PRINCÍPIO DA RECUPERAÇÃO:MILAGRE DA FÊNIX.....	23
CAPÍTULO 2- A CRISE BRASILEIRA	
2.1- CONJUNTURA ECONÔMICA ANTERIOR:1994-1998.....	27
2.2- CONSEQUENCIAS DA CRISE.....	32
CAPÍTULO 3- ANÁLISE COMPARATIVA	
3.1- FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: MODELOS DE CRISES CAMBIAIS	
3.1.1 MODELOS DE PRIMEIRA GERAÇÃO.....	36
3.1.2 MODELOS DE SEGUNDA GERAÇÃO.....	38
3.1.3 MODELOS DE TERCEIRA GERAÇÃO.....	40
3.2- FATOS ESTILIZADOS DAS CRISES.....	43
CONCLUSÃO.....	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	50

Introdução

Logo após o final da chamada década perdida, o cenário internacional era de alta disponibilidade de recursos. O advento do neoliberalismo incentivou a abertura econômica de diversos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Um dos resultados de curto prazo foi um aumento gigantesco do fluxo de capitais direcionados a esses países. As principais razões para esse estrondoso crescimento foram o declínio das taxas de juros nas economias avançadas, o desejo natural dos investidores de diversificar suas carteiras e regimes mais liberais nos países em desenvolvimento, possibilitando reformas financeiras e privatizações.

No entanto, a partir da segunda metade da década de 90, diversos países emergentes foram vitimados por graves crises econômicas, que surpreenderam pela rapidez de seu aparecimento e pela magnitude de suas conseqüências. Em ordem cronológica, México (1995), Sudeste Asiático (1997), Rússia (1998) e Brasil (1999) são exemplos que imediatamente saltam à lembrança. Em comum, os fenômenos tiveram a ocorrência de maciça desvalorização cambial e um grande número de possíveis explicações.

O presente trabalho focar-se-á especificamente no caso asiático e no caso brasileiro, analisados, respectivamente, no primeiro e no segundo capítulo. O terceiro e último capítulo será dedicado a uma comparação analítica entre os dois casos. O objetivo é verificar a razão pela qual a economia brasileira sofreu danos bem menores do que a economia do sudeste asiático, sendo que esta última encontrava-se em condições bem melhores no período que antecedeu as duas crises. A hipótese central é que a postura dos respectivos governos e a composição da dívida externa em cada caso foram as causas centrais das disparidades entre as duas crises.

Capítulo 1- A Crise Asiática

1.1) Conjuntura econômica anterior: 1994-1997

“A crise financeira asiática de 1997-98 foi surpreendente não apenas pelo alcance global de seus desdobramentos, como pelo fato de ocorrer em uma região que se tornara, pouco antes, uma referência mundial em termos de crescimento econômico rápido e sustentado.”¹

O cenário econômico dos cinco países majoritariamente envolvidos no processo (Tailândia, Filipinas, Coreia do Sul, Indonésia e Malásia) não poderia parecer melhor, nos três anos anteriores ao início da recessão. Taxas de crescimento beirando os dois dígitos, inflação controlada, apesar de relativamente alta, e balanços de pagamentos normalmente superavitários. Os fundamentos macroeconômicos não apresentavam nenhum indício de crise, muito pelo contrário, como pode ser verificado nas tabelas abaixo.

Tabela 1.1- Crescimento Real do PIB (%) nos cinco países pré-crise

Ano	Tailandia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Coréia do Sul
1991	8,1	-0,6	8,9	8,6	9,4
1992	8,1	0,3	7,2	7,8	5,9
1993	8,3	2,1	7,3	8,3	6,1
1994	8,8	4,4	7,5	9,2	8,5
1995	8,7	4,8	8,2	9,5	9,2
1996	6,7	5,5	7,8	8,4	7

Fonte: United Nations Statistics Division, acesso em 8/1/08

Tabela 1.2- Inflação (IPC%) nos cinco países pré-crise

Ano	Tailandia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Coréia do Sul
1991	5,7	18,7	9,4	2,6	
1992	4,1	8,9	7,5	4,7	
1993	3,3	7,6	9,7	3,5	
1994	5,0	9,0	8,5	3,7	6,2
1995	5,8	8,1	9,4	3,4	4,5
1996	5,8	8,4	7,9	3,5	4,9

Fonte: Site do Banco Central Tailandês, acesso em 23/12/2008, <http://www.bot.or.th/English/Pages/BOTDefault.aspx>; site do Banco Central das Filipinas www.bsp.gov.ph/, acesso em 22/12/2008; NUNES, Ricardo da Costa & NUNES, Selene Peres: A crise da Tailândia: apenas uma crise cambial?

¹ Otaviano Canuto, *A Crise Asiática e seus desdobramentos*, 2000.

Tabela 1.3- Exportações e Saldo do Balanço de Pagamentos da Tailândia

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações(US\$bi)	28,3	32,2	36,6	44,7	55,7	54,7
Saldo Balanço de Pagamentos(US\$bi)	4,2	3,0	3,9	4,2	7,2	2,2

Fonte: Site do Banco Central Tailandês, acesso em 23/12/2008, <http://www.bot.or.th/English/Pages/BOTDefault.aspx>

O início da década de 90 foi espetacular para esses países, que foram alvos de grande quantidade de investimentos estrangeiros. Os fluxos líquidos de capital para as economias emergentes aumentaram sete vezes entre 1990 e 1996.

No entanto, a trajetória positiva das economias do sudeste asiático não era um fenômeno recente. Desde meados da década de 1960, o sudeste asiático foi palco de incrível crescimento econômico, aliado a decréscimo das desigualdades sociais. Todas as cinco nações aqui analisadas tiveram impressionante aumento da expectativa média de vida e impressionante redução no percentual de pobreza absoluta de seus habitantes. O investimento privado era o motor da economia, crescendo rapidamente através dos anos, impulsionado por baixos preços dos bens de capital, taxas de juros subsidiadas para investimento corporativo e a promessa governamental de limitação ao risco incorrido por investidores². Nas melhores épocas, o investimento privado agregado chegou a representar mais de vinte por cento do PIB, em todos os cinco países.

O aprimoramento do capital humano foi uma característica marcante do processo de crescimento no sudeste asiático. A estruturação de uma rede de escolas de altíssimo nível, especialmente no ensino básico, explica em grande parte o impressionante desempenho dessas economias. Em três décadas, o crescimento quantitativo e qualitativo da força de trabalho desses países foi imenso. A mão de obra qualificada foi um dos fatores que viabilizou o progresso técnico e o avanço tecnológico que estiveram atrelados ao crescimento econômico no sudeste da Ásia. Países que em 1960 sobreviviam essencialmente da agricultura, em 1990 eram potências nos setores de

² Essa ‘‘promessa governamental’’ revelar-se-ia, mais tarde, uma das raízes da crise

ciência e tecnologia, tendo ultrapassado a maioria das nações de primeiro mundo nesse quesito.

Em 1993, quatro anos antes de a crise vitimar as cinco nações, o Banco Mundial, divulgou um relatório³, no qual destacava o grande momento que o sudeste da Ásia atravessava. A região era tida como modelo de gestão de política econômica e referência no que dizia respeito ao desenvolvimento econômico e ao progresso técnico.

Existem diversas teorias a respeito dos fatores causadores do fenômeno hoje conhecido como Crise Financeira Asiática⁴. A causa primária e inicial do fenômeno não pode ser determinada com exatidão e à margem de qualquer dúvida e, justamente por isso, é até hoje objeto de discussão. A crise pode ter tido início no mercado doméstico de ativos, tendo como conseqüências a saída de capital e a evaporação das reservas cambiais. Esta é a teoria que este trabalho pretende defender. Outras teorias sugerem que o começo da crise poderia estar relacionado a problemas macroeconômicos inerentes aos países em estudo, como déficits ou dívidas públicas, e/ou a problemas no Balanço de Pagamentos(déficits em conta corrente).

Uma análise cuidadosa leva a crer na improbabilidade da recessão ter se originado no tamanho do déficit público, já que nenhum dos cinco países apresentou problemas nesse fundamento nos anos anteriores a 1997. Na maioria dos casos, aliás, 1994, 1995 e 1996 foram anos superavitários. O desempenho macroeconômico tampouco pode ser considerado indicador negativo, com alto crescimento e inflação controlada nos cinco países, durante o mesmo período.

Quanto ao balanço de pagamentos, havia sim déficit em conta corrente. Entretanto, a oferta de capital externo parecia ser maior do que a demanda. Não houve,

³ O relatório era intitulado ``*The making of the Asian Miracle*`` (A construção do Milagre Asiático).

⁴ Do inglês, *Asian Financial Crisis*

de 1996 para 1997, nenhuma mudança repentina que pudesse mudar o humor e as expectativas dos investidores externos.

Não havia nada de inconsistente, muito menos preocupante, nos fundamentos macroeconômicos do sudeste asiático que pudesse suscitar um comportamento de manada⁵, propulsor de uma crise. Houve, de fato, no processo que levou à recessão dessas economias, um papel muito importante da especulação entre investidores e do comportamento baseado em expectativas. Entretanto, todo e qualquer temor que investidores ou credores, domésticos ou estrangeiros, possam ter experimentado, seguramente teve causas não relacionadas a indicadores macroeconômicos.

No que concerne choques externos, houve, de fato, em anos anteriores à crise, algumas mudanças na economia internacional que modificaram a dinâmica do continente asiático:

i) O crescimento das exportações chinesas, deslocando compradores ocidentais dos outros mercados asiáticos

ii) A depressão econômica japonesa, um dos principais parceiros comerciais dos países do sudeste asiático.

iii) A valorização do dólar americano.

Considerando a importância do comércio exterior para as economias em questão, não se pode dizer que esses eventos foram inteiramente irrelevantes. Em decorrência desses três fatores, principalmente do primeiro, a rentabilidade dos investimentos voltados para a exportação, e realizados com grande alavancagem, foi bastante prejudicada.

⁵ Do inglês, *herd behaviour*. Trata-se de um fenômeno no qual todos os agentes se comportam de maneira similar e aparentemente irracional, cada um deles influenciado pelo comportamento de todos outros. Um exemplo disso é a corrida bancária. No mercado de capitais, o comportamento de manada é uma ocorrência bastante freqüente.

Dito isso, é bem provável que a causa maior e central da crise asiática tenha sido interna, consistindo em uma combinação de má-administração por parte dos governos e comportamento ultra-otimista por parte dos agentes do setor privado.

Durante o auge do milagre asiático, muitos elogios eram direcionados aos governantes locais, por terem conseguido implementar políticas econômicas que estimulavam a obtenção de empréstimos para investimento, incentivando o empreendedorismo e mobilizando a cadeia de produção industrial. O ambiente era amplamente favorável à circulação e à multiplicação do capital. Os governos agiam, segundo o próprio relatório do Banco Mundial, com um intervencionismo seletivo e oportuno, complementando a ação do capital privado sem jamais entrar em conflito com o mesmo. Os governantes eram pragmáticos e disciplinados, recuando quando percebiam que a intervenção poderia gerar instabilidade macroeconômica, e flexíveis, mudando a maneira de atuar quando necessário. Os objetivos primordiais das políticas econômicas eram geralmente modestos. Em vez de crescimento pura e simplesmente, as ações governamentais visavam metas intermediárias como estabilidade macroeconômica, crescimento de exportações e poupança elevada. O grau de intervencionismo variava de país para país. Nações de industrialização tardia, como era o caso de Indonésia, Malásia e Tailândia cresceram em meio a administrações mais ortodoxas.

O Estado contribuiu bastante, na maior parte dos países do sudeste asiático, para a formação e sofisticação de mercados de capitais locais, através da criação de bancos de desenvolvimento e outras instituições fornecedoras de crédito, tanto para atividades produtivas industriais de médio e longo prazo quanto para pequenas empresas, incluindo o setor agrícola. Existia um limite máximo para taxas de juros a serem cobradas por empréstimos. Havia também, por parte dos governos locais, um estímulo a

retenção e ao reinvestimento de receitas corporativas, visando à manutenção do ciclo de crescimento. Foi esse o maior mérito das autoridades locais. O estrondoso crescimento das três prodigiosas décadas não seria possível sem um mercado de capitais bem desenvolvido, com liberdade e fluidez na tomada e na cessão de empréstimos.

Entretanto, a partir de certo momento, a postura dos governos diante do cenário econômico que ajudaram a criar acabou trazendo sérios prejuízos. O excesso de tolerância com investimentos de alto risco provar-se-ia fatal. Tais investimentos começaram a tornar-se mais frequentes, na medida em que transações mais seguras já não proporcionavam o retorno desejado pelos agentes. Obviamente, não há nada de anormal nisso, visto que nenhum mercado pode eternamente oferecer rendimentos substancialmente acima da média. O problema é o inconformismo que decorre disso. Investidores, em sua maioria, têm dificuldades em aceitar uma diminuição de ganhos. Em vista disso, partem para transações mais arriscadas, que tem maior chance de insucesso. Desta forma, aumenta o índice de inadimplências. Os bancos e instituições financeiras que fornecem empréstimos para esses investidores ficam por sua vez prejudicados, gerando um efeito dominó de dívidas, insolvência e falta de confiança nas instituições.

É discutível o quanto o processo de globalização agravou a situação, mas o fato é que o crédito fácil, maior impulsor da economia desses países, acabou sendo o grande vilão da trama que se desenrolou com impressionante rapidez a partir de meados de 1997.

1.2) Conseqüências da crise

Paul Krugman, em artigo intitulado “*What happened to Asia*” (O que aconteceu com a Ásia?), escrito em janeiro de 1998, traça um enredo detalhado e bastante plausível de como possa ter se processado a crise.

Segundo Krugman, o fenômeno era inicialmente pensado e estudado pelos teóricos como sendo de natureza estritamente cambial. Trata-se de um erro certamente perdoável, já que, de fato, o processo foi caracterizado por desvalorizações bastante acentuadas nas moedas dos cinco países. Entretanto, um exame cuidadoso do que efetivamente aconteceu com a economia do sudeste asiático desde meados dos anos 90 leva a crer que a desvalorização cambial foi mais um sintoma do que uma causa. Foi uma conseqüência de um processo complexo, que teve em seu cerne má administração governamental e bancária, que levou a alocações não-otimizadoras de capital.

Para começar, há diferenças (apontadas por Krugman) entre uma “conventional currency-crisis” (Crise Cambial Convencional) e a crise ocorrida na Ásia ao final da década de 90. Além dos já mencionados fundamentos econômicos sólidos, vale frisar a ocorrência de um ciclo de rápida ascensão, precedido por outro de rápida queda, no preço de ativos financeiros, antes mesmo do problema cambial. E, finalmente, houve o papel decisivo dos intermediários financeiros⁶.

Durante o auge do milagre asiático, havia grande demanda por crédito e por novos investimentos. Como a probabilidade de sucesso era alta, o fornecimento de crédito era um bom negócio. Isso estimulou o aparecimento de financiadores de pequeno e médio porte. Essas instituições captavam seus recursos no mercado externo, e, no mercado doméstico, investiam diretamente em ativos ou emprestavam para outros investidores. Os fundos eram obtidos, em sua maioria, com indexação em moeda

⁶ Define-se intermediários financeiros como sendo instituições financeiras fornecedoras de crédito para pessoas físicas ou jurídicas. A categoria inclui, mas não se limita a, bancos.

estrangeira, dólar americano principalmente. Entre os maiores emprestadores internacionais estavam os bancos japoneses, que enfrentavam um grande problema de demanda por investimentos em seu país. O endividamento em moeda estrangeira revelou-se, mais tarde, perverso, levando diversos intermediários à falência, a partir da desvalorização das moedas nacionais, que ocasionou a rápida elevação do passivo dessas empresas.

A principal causa da crise foi a grande liberdade de que desfrutavam empresas desse tipo. Nos países em estudo, não havia uma regulação rígida dessas entidades por parte dos governos locais. A concessão de empréstimos era realizada com muita liberdade, em número excessivo, em taxas de juros variáveis (vale frisar novamente que havia um teto para as taxas de juros cobradas em financiamentos), e eram muitas vezes destinadas a agentes não-confiáveis.

Além disso, havia outro elemento, muito importante, motivador das transações de crédito: Os intermediários financeiros tinham bastante facilidade em obter empréstimos no exterior porque os bancos e grupos estrangeiros que eram seus credores acreditavam que os governos locais resgatariam quaisquer dívidas que essas empresas viessem a contrair, se assim fosse necessário. Isso se devia a dois fatores principais: a existência de conexões políticas entre o governo e donos dessas firmas e a ocorrência anterior real de “resgates” a instituições financeiras por parte do Estado.

É bem verdade que, na maioria dos casos, não havia uma garantia explícita concedida pelo Estado. Ainda assim, foi um grande erro das autoridades desses países conservar entre os agentes privados a idéia de que prejuízos decorrentes de investimentos seriam cobertos. Muitas empresas agiram com base nessa suposição e, obviamente, endividaram-se de maneira irrecuperável e não obtiveram ajuda dos governos. Isso representou, naturalmente, um violento golpe no setor privado das cinco

economias em estudo. O nível de atividade econômica reduziu-se drasticamente, como consequência de falências, inicialmente de intermediários financeiros, depois de outros tipos de corporações, inclusive de setores industriais extremamente relevantes naqueles países.

No que concerne, portanto, a sua contribuição negativa para a crise financeira, os governantes do sudeste asiático pecaram pela falta de intervencionismo em transações de altíssimo risco e, mais ainda, administraram de maneira incorreta as expectativas dos agentes em relação ao próprio governo. Os erros das administrações públicas nos cinco países em estudo permitiram que a especulação desvairada formasse uma bolha que, ao estourar, causou um enorme estrondo, não apenas na Tailândia, Malásia, Filipinas, Indonésia e Coréia do Sul, mas em boa parte do mundo.

Tendo, portanto, essas instituições financeiras a garantia de resgate de seus débitos por parte do Estado e o luxo de poderem usufruir de seus eventuais lucros, não havia razão para adotar investimentos seguros e com retorno esperado positivo, quando o mercado apresentava opções de transações com maior potencial de retorno, apesar de maior risco de perda. A esses agentes, interessava somente o ponto máximo de ganho possível⁷, e não o espectro de possibilidades de retorno positivo e negativo. Seja via investimento direto ou empréstimo, os intermediários financeiros, aventuravam-se em projetos de alto risco, julgando-se livres das consequências de um fracasso. Desenhava-se assim o grande problema que levou o sudeste asiático à recessão. O privilégio concedido aos intermediários financeiros levou a uma não-otimização nos investimentos (ou empréstimos para outros investidores) realizados por esses agentes. A consequência

⁷ O ponto máximo de ganho foi o que Krugman denominou *Pangloss Value* de um investimento. Normalmente, ao analisar, dentro de um conjunto de transações, qual a mais vantajosa, um agente avalia as diferentes possibilidades de lucro e prejuízo e escolhe a transação com maior expectativa **média** de retorno. O *pangloss value* é apenas um dos fatores a serem considerados. No entanto, o que ocorreu na Ásia foi que os agentes, em seu cálculo, não relevavam a possibilidade de prejuízo, já que qualquer perda seria, supostamente, coberta pelo Estado. Dessa forma, selecionavam o investimento que poderia gerar o maior lucro, em vez daquele que teria maior possibilidade de ser lucrativo.

foi a diminuição do retorno médio esperado de investimentos, nos cinco casos em estudo. Naturalmente, a economia como um todo foi negativamente afetada.

Existindo em grande número, os intermediários financeiros começaram a competir entre si, recorrendo a investimentos (ou empréstimos concedidos a investidores) cada vez mais arriscados e retorno esperado cada vez mais reduzido. As operações de risco foram sucedendo-se e os montantes das dívidas multiplicando-se. Intermediários financeiros emprestavam muito mais do que na realidade possuíam, freqüentemente sem nenhuma diversificação. Agentes econômicos submetiam-se a altíssimos graus de alavancagem, confiantes que o mercado em frenesi não os decepcionaria. Em pouco tempo, o mercado financeiro entrou na disputa e a demanda feroz por ativos da bolsa resultou em uma elevação pronunciada no preço desses papéis. A economia como um todo ficou superaquecida. A bolha continuava se expandindo.

O cenário de *over-investment*⁸ existiu por algum tempo até que fosse detectado pelos agentes. Quando a vulnerabilidade econômica tornou-se evidente, o extremo otimismo rapidamente deu lugar ao extremo pessimismo e a busca pela liquidez começou. Tão rápido quanto subiram de preço, os bens de capital e os ativos financeiros foram deflacionados, prejudicando os intermediários financeiros, pois muitos estavam comprados em ações das bolsas de valores. A desconfiança nos intermediários rapidamente instalou-se e investidores estrangeiros recolheram seus empréstimos, retirando dólares em enorme quantidade do mercado asiático. Concretizou-se rapidamente uma *self fulfilling crisis*⁹, na qual o pessimismo generalizado gerou um círculo vicioso que afetou as esferas cambial, financeira e econômica. Detentores de ativos no mercado financeiro buscavam desesperadamente a obtenção de divisas,

⁸ A tradução mais correta do termo seria sobre-investimento, ou seja, investimento em excesso. Na verdade, o problema não era a quantidade de transações, e sim o seu elevado risco.

⁹ Mais um termo cunhado por Krugman. A tradução mais correta é "crise auto-realizável". As expectativas de falência dos intermediários financeiros e de desvalorização dos ativos financeiros contribuíram bastante para que esses dois eventos se concretizassem.

provocando a deflação desses ativos. A saída de divisas ocasionou uma enorme pressão depreciativa sobre as moedas locais na maioria dos países asiáticos, com ênfase nos cinco aqui analisados. Todos operavam no regime de câmbio administrado, porém isso não duraria muito tempo.

A Tailândia foi a primeira a ceder e, no dia 2 de Julho de 1997, anunciou que adotaria o regime de câmbio flexível para o *baht*, marcando assim o início oficial da Crise Asiática.

Até o final do pregão desse dia, ocorreu uma depreciação de 15% no *baht*. Até o final do ano, esse número chegou a 80%. Seguindo o exemplo da moeda tailandesa, entre julho e dezembro de 1997, a rúpia (Indonésia) desvalorizou-se em mais de 140%, o *won* (Coréia do Sul), em mais de 80%, enquanto o *riggit* (Malásia) e o peso (Filipinas) tiveram depreciação superior a 50%. As desvalorizações das moedas dos cinco países ocorreram paralelamente à rápida redução das reservas internacionais dos mesmos.

No que concerne o mercado financeiro, as cinco nações afetadas pela crise apresentaram queda de no mínimo 50% nos preços das ações em suas bolsas de valores.

Tabela 1.4- Taxa Nominal de Câmbio em relação ao US\$. Média de cada período.

	1994	1995	1996	1997
Coréia	803,45	771,27	804,45	922,5
Indonésia	2160,8	2248,6	2342,3	4650
Malásia	2,62	2,5	2,52	3,89
Filipinas	26,42	25,71	26,22	39,98
Tailândia	25,15	24,91	25,34	47,25

Fonte: WESTPHAL, Andres Cristian Machuca. *Crises Cambiais x Fundamentos Macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)* UNICAMP - 2005

Tabela 1.5- Taxa Cambial das Filipinas, no fechamento de cada mês

	1996	1997	1998	1999
Jan	26.21	26.32	42.66	38.40
Fev	26.15	26.34	40.41	38.78
Mar	26.19	26.33	39.00	38.91
Abr	26.19	26.36	38.44	38.24
Mai	26.17	26.37	39.30	37.84
Jun	26.19	26.38	40.40	37.90
Jul	26.19	27.67	41.78	38.28
Ago	26.20	29.33	43.04	39.26
Set	26.23	32.39	43.77	40.17
Out	26.27	34.46	42.89	40.31
Nov	26.26	34.52	39.94	40.34
Dez	26.29	37.17	39.07	40.62

Fonte: Banco Central das Filipinas www.bsp.gov.ph/, acesso em 22/12/2008

Tabela 1.6- Reservas Internacionais da Tailândia, no final de cada período, em US\$bi

Reservas Internacionais (US\$bi)	
1991	18,4
1992	21,2
1993	25,4
1994	30,3
1995	37,0
1996	38,7
1997	27,0
1998	29,5
1999	34,8
2000	32,7

Fonte: site do Banco Central Tailandês, <http://www.bot.or.th/English/Pages/BOTDefault.aspx>, acesso em 23/12/2008

Tabela 1.7- Índice referente ao mercado imobiliário da Indonésia- valores aproximados

	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98	dez/99	dez/00
Jakarta Property Exchange(pontos)	100	130	50	20	60	30

Fonte: FERREIRA, Luiz Brito. *Crises financeiras: O caso asiático*. p.33 Universidade Técnica de Lisboa.

A falência em massa de corporações, notadamente os intermediários financeiros, seguiu-se à violenta desvalorização das moedas locais. Devido à imprudência na tomada dos empréstimos, havia um descompasso entre prazo de maturidade de ativos (investimentos na produção) e passivos (empréstimos bancários e títulos de dívida de curto e médio prazo) e também na denominação de moedas (ativos em moeda local; passivos em moeda estrangeira). De repente, essas empresas viam-se diante de dívidas muito maiores do que haviam inicialmente contraído, e sem recursos para efetuar o

pagamento. Os intermediários financeiros que conseguiram se manter em operação fecharam linhas de crédito, limitando drasticamente os gastos de empresas e famílias. Foi desencadeado o “efeito dominó”, que impactaria todo o continente.

Dois indicadores relevantes para o entendimento da situação financeira desses mercados são:

- i) A relação entre o nível de endividamento e de concessão de crédito na economia com o PIB
- ii) A relação do nível da dívida externa de curto prazo com o montante de reservas internacionais

Esses índices são bons sinalizadores da iminência de uma crise, na medida em que se estiverem com um valor alto, significa que a economia encontra-se vulnerável à fuga de capitais domésticos e à repatriação de capital por parte de aplicadores estrangeiros. Com efeito, os cinco países apresentavam, no triênio anterior à crise já previamente utilizado como referência, um crescimento acentuado no crédito doméstico e no número de ativos líquidos de curto prazo, crescimento esse muito superior ao do PIB. Segundo Canuto, “esta evidência é compatível com as explicações da crise a partir de processos de superendividamento doméstico”. Todos os países em estudo neste trabalho, exceção feita à Malásia, apresentaram uma dívida externa de curto prazo que excedia suas reservas internacionais.

Tabela 1.8- Dados de vulnerabilidade econômica- final de 1996

	Total de Empréstimos/PIB	Reservas Internacionais/ Dívida Externa Total
Tailândia	1,5	0,42
Filipinas	0,65	0,24
Indonésia	0,6	0,17
Coreia	0,873	0,22
Malásia	1,52	0,7

Fonte: CUNHA, ANDRÉ MOREIRA: De volta para o futuro? Crise e recuperação econômica no Pacífico Asiático, p.211

Diversos países, externos ao centro da Crise, conseguiram escapar do colapso cambial, porém tiveram suas bolsas de valores fortemente atingidas. Esse contágio¹⁰, foi incrivelmente rápido e teve um alcance bastante longo. A crise asiática do final do século XX foi surpreendente em sua magnitude e na velocidade de sua disseminação.

No que concerne o fluxo de capitais, o continente asiático apresentou um superávit de US\$ 93 bilhões em 1996 e um déficit de US\$ 12 bilhões em 1997. Esse dado demonstra bem o que representou a crise e com que rapidez ela atingiu as principais economias locais. A redução drástica na entrada de capitais teve como principais causas a redução dos investimentos em carteira e o fechamento de créditos bancários externos.

A crise iniciou-se no plano financeiro, mas rapidamente transferiu-se para o plano da economia real, como fica claro nos dados referentes ao Produto Interno Bruto (PIB) para as cinco economias em questão: Em um ano, a Malásia apresentou uma redução de 10%, mesmo caso da Tailândia. As Filipinas foram mais resistentes, tendo uma queda de 3%. No caso coreano, a redução foi 8% em seis meses (final de 1997 à metade de 1998). A Indonésia foi a nação que mais sofreu, tendo amargado uma queda de quase 14% do PIB no ano mais severo da crise. Em todos os países, verificou-se uma queda bastante acentuada da variável investimento. Os respectivos governos mobilizaram-se, elevando seus gastos para apaziguar a recessão.

1.3)Principio de recuperação: Milagre da Fênix

Uma das grandes curiosidades acerca de crises em mercados emergentes como um todo e, particularmente, em relação à crise asiática é a rapidez da recuperação econômica. Tão rapidamente quanto chegou, a recessão se foi, pelo menos no que

¹⁰ Mais um termo utilizado por Otaviano Canuto no já citado artigo. Diz respeito, obviamente, à transferência dos efeitos da crise de um país para outro e de uma região para outra.

concerne o valor do PIB. Em poucos anos, o produto total, em cada um dos cinco países, atingiu o nível anterior ao da crise. Na Coreia do Sul, por exemplo, O PIB cresceu 10,9% e 8,8%, em 1999 e 2000, respectivamente, depois de contrair-se em 6,7%, em 1998. As exportações cresceram 8,6% e 20,1%. O déficit em conta corrente de 1,7% do PIB em 1997, foi convertido em superávits de 12,6% em 1998, 6% em 1999 e 2,4% em 2000. As reservas externas atingiram US\$ 92,5 bilhões em setembro de 2000, enquanto seu piso em dezembro de 1997 fora de US\$ 20,4 bilhões.

Abaixo podemos observar os dados referentes ao crescimento real do PIB e à taxa de inflação para os cinco países, de 1997 a 2000.

Tabela 1.9- Inflação nos cinco países pós-crise

Ano	Tailandia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Coréia do Sul
1997	5,6	5,6	6,1	2,7	4,4
1998	8,1	9,3	58,4	5,3	7,5
1999	0,3	5,9	20,5	2,7	0,8
2000	1,5	4	3,7	1,5	2,3

Fonte: CANUTO, OTAVIANO: *A crise asiática e seus desdobramentos*

Tabela 1.10.- Crescimento real do PIB nos cinco países pós-crise

Ano	Tailandia	Filipinas	Indonésia	Malásia	Coréia do Sul
1997	-1,3	5,2	4,9	7,7	5,5
1998	-10,8	-0,6	-13,3	-6,7	-6,7
1999	4,2	3,4	0,9	5,8	10,9
2000	4,4	6	4,8	8,6	8,8

Fonte: CANUTO, OTAVIANO: *A crise asiática e seus desdobramentos*

Entretanto, algumas variáveis econômicas não aumentaram na mesma velocidade. Uma delas é o montante de crédito bancário doméstico. Somente depois de cinco a dez anos, dependendo do país, o nível de empréstimos bancários retomou o valor anterior à crise. A recuperação do Produto Interno Bruto, ocorrida sem uma

correspondente recuperação no mercado de créditos, foi o que o autor Guillermo Calvo denominou *Phoenix Miracle*¹¹.

Algumas teorias acerca das crises que envolvem mercados emergentes atestam a existência de uma queda e posterior elevação da produtividade (Qtde Produto Final/Qtde Fator Produção) e do estoque de capital nos países afetados. No caso asiático, tanto o decréscimo quanto o compensatório acréscimo teriam ocorrido em um curto período de tempo, acompanhando o movimento da variável PIB. Isso é difícil de acreditar. A produtividade, por exemplo, depende de fatores técnicos, como qualificação dos trabalhadores e diretores, método de produção e conhecimento organizacional. Parece improvável que tenham ocorrido drásticas alterações nesses fatores em um período de tempo tão curto.

Calvo fornece uma boa explicação para o problema. De acordo com o autor, o que acontece na prática é que a produtividade mantém-se constante, apenas parecendo oscilar em decorrência de erros de medição. O equívoco ocorre porque a subutilização da capacidade produtiva não é considerada. Avalia-se que os empresários continuam utilizando a totalidade de seus meios de produção, mesmo em face de uma diminuição nas vendas. Entretanto, o que efetivamente ocorre é uma diminuição no *input* (uso de fatores de produção) e, por consequência, uma diminuição no *output* (Qtde de produto Final, isto é, o PIB). Tal raciocínio parece bastante simples e natural. O empresário modifica suas expectativas de venda e, por conseguinte, a quantidade que produz. Ou seja, a produtividade, como definida acima, não varia em momento algum, ou, pelo

¹¹ “Milagre da Fênix”. Calvo cunhou o termo em seu artigo “*Phoenix Miracle in Emerging Markets: Recovering Without Credit from Systemic Financial Crises*”, cuja tradução é “Milagre da Fênix: recuperando-se de crises financeiras sistêmicas sem crédito”. O artigo foi a base para o item 1.3.

menos, não na magnitude que os dados empíricos levam a crer. É possível concluir, a partir desse raciocínio, que o rápido aumento do PIB nos anos subsequentes à crise deve-se a reutilização de meios de produção que se encontravam temporariamente ociosos, e não a aquisição de novas máquinas, instalações, etc. Por essa razão, a recuperação da economia real é mais rápida do que a recuperação dos mercados financeiros e de crédito. A acumulação de capital e o excesso de capacidade produtiva ociosa, características da época de crise, viabilizam o retorno ao nível de produção anterior.

Um raciocínio análogo leva-nos a concluir que também não há mudança quantitativa na variável estoque de capital.

Capítulo 2- A Crise brasileira

2.1) Conjuntura Econômica anterior: 1994-1998

A economia brasileira ,em 1994, viu a chegada de uma nova moeda e o fim da alta inflação. O Plano Real, que foi para muitos um surpreendente sucesso após sucessivos fracassos nos quase dez anos anteriores (tais como Plano Verão, Plano Cruzado, Plano Collor) atingiu a maioria dos seus objetivos , sendo o principal deles a estabilidade de preços. A inflação foi de 46% em Junho para 1.5% em setembro.

Entretanto, a prioridade que o Banco Central previamente atribuía à diminuição da inflação, passou a atribuir à manutenção da estabilidade de preços. Tão importante quanto foi, antes de Julho de 1994, o fim da inflação, passou a ser, a partir de então, o controle da mesma.

Para manter o nível de preços em um patamar de variação estável, o BC utilizou uma âncora cambial, que consistia em manter a taxa de câmbio dentro de limites pré-estabelecidos. De outubro de 1994 a fevereiro de 1995, a âncora cambial foi operada sob uma “banda assimétrica”, que consistia em um limite unilateral a variação da taxa de câmbio. Havia um teto (restrição à depreciação), porém não um piso(livre apreciação). A Crise mexicana inviabiliza esse sistema, que é substituído, em março de 1995, por um sistema de bandas bilateral, com limites pré-estabelecidos de variação, tanto para cima quanto para baixo. Gustavo Franco opera com muita competência a taxa de câmbio durante os quatro anos seguintes, desvalorizando-a lenta e gradualmente.

Tabela 2.1- Trajetória da Banda Cambial

Data	Limite Inferior	Limite Superior	Correção Piso %	Correção Teto %
6/3/95	0,86	0,9		
10/3/95	0,88	0,93	2,33	3,33
22/6/95	0,91	0,99	3,41	6,45
30/1/96	0,97	1,06	6,59	7,07
18/2/97	1,05	1,14	8,25	7,55
12/1/98	1,12	1,22	6,67	7,02
13/1/98	1,2	1,32	7,14	8,2

Fonte: WESTPHAL, ANDRES CRISTIAN MACHUCA. *Crises Cambiais x Fundamentos Macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)* UNICAMP - 2005

O principal instrumento para limitar a flutuação do real era a taxa básica de juros (Selic), manipulada pelo Banco Central conforme fosse necessário. Diante de choques externos, notadamente a crise mexicana e a crise asiática, a reação era um aumento da Selic, para evitar a saída em massa de capital estrangeiro e manter a paridade dentro do patamar estabelecido pela banda. Por essa razão, o câmbio sobrevalorizado causou grandes problemas durante esse período. O maior deles foi um déficit fiscal crescente, em decorrência do aumento do serviço da dívida pública.

Tabela 2.2- Variação da Taxa Selic

Data	Valor
mar/95 *	65%
jan/97	22%
nov/97 **	43%
ago/98	19%
set/98 ***	34%
dez/98	29%
fev/99 ****	38%

Fonte: GOLDFAJN, ILAN: *THE SWING OF CAPITAL FLOW IN THE BRAZILIAN CRISIS*, PAGINA 8.

- * Crise Mexicana
- ** Crise Asiática
- *** Crise Russa
- **** Crise Brasileira

Tabela 2.3: Finanças Públicas, dados em US\$mi

	Dívida Pública Total Líquida	% do PIB	Dívida Externa Líquida	% do PIB
dez/94	153.162,92	30	44.357	8,69
dez/95	208.460,27	28	38.132	5,12
dez/96	269.193,43	30,7	31.593	3,61
dez/97	308.426,25	31,8	38.580	3,98
dez/98	385.869,63	38,9	57.177	5,77
dez/99	516.578,67	44,5	108.769	9,38
dez/00	563.163,14	45,5	111.322	9

Fonte: IPEADATA, www.ipea.gov.br, acesso em 31/01/2009

No período que se estendeu do início de 1995 até o final de 1998, o crescimento do PIB foi relativamente inexpressivo e a inflação manteve-se sob controle. Ambos os fatos têm a mesma explicação: A taxa elevada de câmbio inviabilizava exportações, prejudicando o desempenho da indústria nacional. Por outro lado, o baixo preço de bens importados funcionava como um freio à inflação. O aumento das importações em relação às exportações provocou sucessivos e crescentes déficits em transações correntes no Balanço de Pagamentos brasileiro.

Tabela 2.4- Inflação e Crescimento do PIB: Brasil

Ano	Taxa de Crescimento Real do PIB (%)	Inflação(%)
1994	5,85	916,46
1995	4,22	22,41
1996	2,66	9,56
1997	3,6	5,22
1998	-0,12	1,65
1999	0,79	8,94

Fonte: Ipeadata, www.ipeadata.gov.br acesso em 5/1/09 e ROCHA, NELCILIEIA QUIXABEIRA: *BASE MONETÁRIA E INFLAÇÃO NO BRASIL NA DÉCADA DE 90*

Tabela 2.5: Indicadores de Balanço de Pagamentos- Brasil, Dados em US\$bi

	M	X	TC	CAP
1994	33	43	-1,6	14
1995	50	46	-18	29
1996	53	48	-23	34
1997	60	53	-31	26
1998	58	51	-34	21

Fonte: IPEADATA, www.ipea.gov.br, acesso em 31/01/2009

X: Exportações
M: Importações
TC: Saldo de Transações Correntes
CAP: Saldo da conta de capitais

Tabela 2.6- Saldo Global do Balanço de Pagamentos- Brasil, dados em US\$mi

Período	Saldo
mar/95 *	-4197,70
dez/95	427,10
jan/96	1666,00
nov/96	1900,40
dez/96	-160,00
jan/97	-1139,92
fev/97	525,63
out/97 **	-8805,98
jan/98	947,96
jun/98	-1874,12
set/98***	-21695,85
jan/99****	-8327,89
jan/00	1400,57

Fonte: IPEADATA, www.ipea.gov.br, acesso em 31/01/2009

* Crise Mexicana
** Crise Asiática
*** Crise Russa
**** Crise Brasileira

Vale frisar que, entre 1995 e 1997, foram realizadas algumas reformas institucionais pelo governo brasileiro, visando potencializar os efeitos da política econômica em vigor. As mudanças mais importantes foram as diversas privatizações, especialmente nos setores de energia e telecomunicações, a reforma bancária, com a extinção dos bancos estaduais e o fim da diferença entre capital nacional e capital estrangeiro, diferença essa estabelecida pela constituição de 1988.

Em resumo, a política econômica brasileira consistia em controle da inflação através de controle da taxa de câmbio, por sua vez controlada pela taxa de juros. Neste aspecto, o sucesso foi inegável, como mostra a tabela 2.5. Entretanto, as desvantagens existiam em grande número e magnitude: A indústria brasileira perdeu competitividade

no cenário internacional, resultando em crescimento fraco do Produto Interno Bruto; A balança comercial, superavitária em US\$10bi em 1994, tornou-se deficitária em US\$7bi em 1998, agravando cada vez mais o problema do saldo em transações correntes, que foi parcialmente compensado em alguns momentos pela conta capital. Finalmente, o custo dessa política era altíssimo para o Ministério da Fazenda, com o enorme crescimento dos juros da dívida pública durante os primeiros quatro anos do governo Fernando Henrique Cardoso. Eram claros os desdobramentos negativos da política do Banco Central, assim como a vulnerabilidade da mesma. Afinal, o cerne do regime era uma taxa de câmbio fixada acima de seu patamar natural, que sofria constante pressão desvalorizante, sob a forma de choques externos. O aumento dos juros conteve os dois primeiros grandes abalos, porém nenhum efeito teve sobre o terceiro.

A Crise da Rússia foi inicialmente desencadeada por desdobramentos da Crise do Sudeste Asiático, que trouxeram grande instabilidade ao sistema financeiro russo, e pela queda dos preços do petróleo, que provocou a diminuição das receitas da Rússia com a exportação do produto, reduzindo a quantidade de dólares na economia soviética. O governo russo, a exemplo do brasileiro, tentou controlar o mercado de câmbio via aumento da taxa de juros e utilização das reservas, que, no espaço de um mês, caíram de US\$18,5 bilhões para US\$ 15bilhões. A tentativa de controle persistiu até o dia 26 de agosto de 1998. No dia 2 de setembro, o rublo passou oficialmente a ser uma moeda de livre flutuação. No meio de setembro, o rublo estabilizou-se na paridade de 1/15 em relação ao dólar, o que representou uma desvalorização cambial de 60% em relação ao início de agosto.

Como consequência direta desta crise, os mercados de dívida e de ações das economias emergentes sofreram grandes perdas e os *spreads* de risco das taxas de juros se elevaram. Houve fuga em massa de capitais nas economias emergentes e perda

considerável de liquidez no mercado financeiro internacional. Houve também oscilações em mercados maduros, ou seja, em países desenvolvidos.

Em agosto de 1998, o Brasil foi vitimado pelo contágio da Crise da Rússia e a elevação dos juros não teve a mesma eficácia. Apesar do maior prêmio pelo investimento oferecido pela maior taxa, os investidores avaliaram o risco da transação como sendo muito elevado, diante da delicadíssima situação em que se encontravam as contas do governo. O ambiente de extrema incerteza provocou a saída maciça de capitais. Havia temor genuíno de default do governo brasileiro.

A esta altura, é necessário fazer a distinção entre investimento na produção e investimento especulativo. O caso brasileiro era majoritariamente o segundo. Para manter o saldo do balanço de pagamentos e a taxa de câmbio em patamar razoável, o Brasil dependia de dinheiro de curto prazo, de permanência incerta. Dinheiro que podia ser retirado a qualquer momento, ao primeiro sinal de perigo. Foi exatamente o que aconteceu, com o advento da Crise da Rússia.

Em conclusão, uma análise do *background* da crise cambial brasileira de 1999 leva a crer que foram duas as principais causas do fenômeno: O choque externo criado pela crise da Rússia, ocorrida no ano anterior, e o excesso de vulnerabilidade externa do Brasil.

2.2) Conseqüências da crise

Grande parte dos capitais que ingressavam na economia brasileira era de natureza especulativa. A partir da ocorrência da crise russa, o temor tomou conta dos investidores que, como já foi dito, migraram para mercados considerados de menor risco. Dessa forma, passou a existir, assim como na Rússia, uma situação de indisponibilidade de capital para sustentar a banda cambial, botando em cheque a política econômica. O governo reagiu elevando a taxa básica de juros para 43%a.a e

utilizando as reservas internacionais para conter a desvalorização cambial, intervindo nos mercados à vista e futuro de câmbio. Foi firmado um acordo com o FMI, em novembro de 1998, para o empréstimo de US\$41,5 bilhões. Mesmo com todas essas medidas, a pressão externa não cedeu e, em agosto e setembro de 1998, o Brasil perdeu US\$12 bilhões e US\$ 13 bilhões em reservas, respectivamente. O estoque caiu de US\$73bi no mês de abril para US\$43bi no mês de dezembro.

Tabela 2.7- Indicadores de vulnerabilidade externa- Brasil, dados em US\$mi

	Reservas Internacionais	Dívida Externa Líquida	Reservas/ Dívida Externa
dez/94	36.471,00	44.357	0,82
dez/95	50.449,00	38.132	1,32
dez/96	59.039,00	31.593	1,87
dez/97	51.358,80	38.580	1,33
dez/98	43.617,43	57.177	0,76
dez/99	35.554,15	108.769	0,33
dez/00	32.949,17	111.322	0,30

Fonte: IPEADATA, www.ipea.gov.br, acesso em 31/01/2009

No dia 13 de janeiro de 1999, houve a substituição de Gustavo Franco por Francisco Lopes na presidência do BC. Lopes implementa um novo sistema de política cambial que denomina ‘ banda endógena diagonal inteligente’ , que consistiu basicamente em uma banda com maior margem de variação . O câmbio, no mesmo dia 13 de janeiro, já passou a ser negociado no limite superior da banda, perfazendo uma desvalorização de 8,2% em relação ao dia anterior. No dia 15 de janeiro, o BC abandonou temporariamente a banda e o câmbio flutuou livremente. Ao final do pregão, o Real apresentava uma queda acumulada de 21,5% em três dias. A forte desvalorização persistiu durante o resto mês de janeiro e o mês de fevereiro.

Tabela 2.8- Variação da taxa cambial no Brasil

Período	Taxa de câmbio - R\$ / US\$ compra - fim período
1994.07	0,938
1995.01	0,84
1995.12	0,9715
1996.06	1,0036
1996.07	1,0104
1997.07	1,0826
1998.01	1,1229
1998.07	1,1626
1998.12	1,2079
1999.01	1,9824
1999.02	2,064
1999.03	1,7212
1999.12	1,7882

Fonte: Ipeadata, acesso em 22/12/2008

Em relação ao mercado de ações brasileiro, ainda muito imaturo, houve queda de aproximadamente 40% no valor do índice Ibovespa no ano de 1998. Apesar da grandeza do percentual, esse foi o menor dos problemas. A bolsa de valores de SP praticamente nasceu no início da década de 90 e vinha, ano após ano, apresentando fantástico crescimento, notadamente de 1992 para 1993. A queda decorrente da crise foi mais do que compensada nos doze meses seguintes. Em 1999, o aumento foi de aproximadamente 180%.

Tabela 2.9- Índice Ibovespa- Valor de Fechamento

Data	Valor
dez/91	0,607768
dez/92	6,7805
dez/93	375,452
dez/94	4353,92
dez/95	4299,00
dez/96	7039,94
dez/97	10196,50
jul/98	10707,25
dez/98	6784,33
jun/99	11626,94
jul/99	10441,9
dez/99	17091,6
dez/00	15259,29

Fonte: WESTPHAL, ANDRES CRISTIAN MACHUCA. *Crises Cambiais x Fundamentos Macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999-2002)* UNICAMP - 2005

As instituições financeiras e os investidores não sofreram grandes perdas com a desvalorização, graças à iniciativa governamental de assumir os riscos correspondentes, fato não ocorrido no sudeste asiático. Com os fundos obtidos junto ao FMI, totalizando, como dito acima, US\$41,5 bilhões, foram realizados ajustes que evitaram o contágio da crise para países vizinhos, através da recuperação das corporações endividadas. Os cofres públicos de fato sofreram um duríssimo golpe(a dívida pública aumentou em cerca de 10% do PIB) e demoraram cerca de cinco anos para recuperarem-se. No entanto, o motor da economia, o setor privado, principalmente o setor de crédito, continuou a funcionar, ainda que com menos intensidade. Foi essa a principal diferença em relação aos cinco emergentes da Ásia. Nas palavras de Ilan Goldfajn, “ the private sector was largely hedged at the moment of the crisis and was insulated from the immediate effects of the devaluation.” Ou seja, o setor privado estava fortemente protegido no momento da crise e foi isolado dos efeitos imediatos da desvalorização. Segundo o autor, a proteção pode ser explicada pelo fato de que a crise no Brasil foi algo previsto pelo mercado, em virtude do déficit fiscal de grande magnitude e do curto prazo de maturidade de grande parte da dívida pública. As corporações privadas resguardaram-se comprando papéis denominados em dólar, que o BC estava disponibilizando visando sustentar a paridade cambial.

Houve, na época, um forte temor de que a inflação voltasse a subir em decorrência da depreciação cambial, o que não aconteceu devido à retração de demanda causada pela queda do PIB, em 1999.

Capítulo 3- Análise Comparativa

3.1) Fundamentação teórica: Modelos de crises cambiais

3.1.1) Modelos de primeira geração

Em 1979, Paul Krugman lançou o primeiro modelo macroeconômico que objetivava explicar crises cambiais. Esse modelo foi posteriormente aperfeiçoado pelos autores Flood e Garber, em 1984. Ao modelo original e ao aperfeiçoado, além de outros similares, foi dado o nome de “modelos de primeira geração”. Esses modelos focam basicamente os fundamentos macroeconômicos para (tentar) explicar as crises nos mercados de câmbio. Por fundamentos macroeconômicos, entenda-se: a taxa de juros, a inflação, o crescimento da oferta monetária, o saldo em transações correntes e a posição financeira líquida do país em relação ao resto do mundo. Os pressupostos dos modelos são:

1- Previsibilidade perfeita: Os agentes são capazes de prever perfeitamente ações futuras de outros agentes, em especial do governo, e reagem racionalmente. A exceção a essa regra, como veremos adiante, é a incerteza dos agentes em relação ao nível mínimo de reservas internacionais de um país.

2- Mercados eficientes: Há flexibilidade perfeita de preços e salários e ausência de custos de transações. A economia encontra-se em pleno emprego.

Sobre o comportamento da moeda nacional face à moeda estrangeira, o modelo dá a entender que “toda nova informação ou mudança nos fundamentos macroeconômicos são instantaneamente acessíveis aos agentes e incorporadas à taxa de

câmbio corrente, mantendo-a sempre em seu suposto nível de equilíbrio¹²”. Isso, naturalmente, só é válido em um regime de câmbio flexível.

Segundo o modelo original de Krugman, em uma conjuntura de câmbio flutuante, a taxa de paridade seria determinada pelas variáveis acima definidas como fundamentos macroeconômicos. Uma crise cambial seria causada por uma falha na interação dessas variáveis que perturbe a relação moeda doméstica/ moeda estrangeira¹³.

A respeito do regime de câmbio fixo, Krugman afirma, e Flood e Garber concordam, que o único resultado possível é, mais cedo ou mais tarde, uma crise cambial. Isso porque um regime de câmbio fixo é mantido através da utilização de reservas internacionais por parte da autoridade monetária e, segundo WestPhal(2005), esses autores entendem que o governo tem o crônico problema de gerar déficits orçamentários e cobri-los com emissão monetária ou uso das reservas internacionais. No segundo caso, o financiamento do déficit ocasiona diretamente a queda de reservas. No primeiro, a relação moeda doméstica/ moeda estrangeira é modificada, aumentando a disponibilidade da primeira em relação à segunda. Para segurar a pressão de demanda por moeda estrangeira, o governo se utiliza das reservas, indiretamente levando ao mesmo resultado: diminuição das reservas internacionais. Esse processo, de geração e posterior financiamento de déficit fiscal, continua até que as reservas cheguem a um “nível crítico”. Esse “nível crítico” não tem valor exato, e é determinado pela

¹² WESTPHAL, Andres Cristian Machuca:*Crises Cambiais x Fundamentos macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999 – 2002)*. 2005. Pag.6.

¹³ Krugman considera a oferta de moeda doméstica como sendo equivalente à base monetária e a taxa de acumulação de moeda estrangeira como sendo equivalente ao saldo da balança comercial. Ou seja, não existem bancos privados ou qualquer tipo de intermediário financeiro.

percepção dos agentes econômicos acerca da capacidade do governo de defender a paridade. A chegada das reservas ao “nível crítico” provoca temor de desvalorização da moeda nacional, ocasionando a troca de posições em moeda doméstica por posições em moeda estrangeira. O rápido aumento da demanda por moeda estrangeira passa a pressionar a paridade cambial fixa, que passa a ser respaldada pela autoridade monetária, provocando maior evasão de reservas. Esses “ataques especulativos”(venda de moeda nacional; compra de moeda estrangeira) ao câmbio não tem periodicidade definida e é possível que sejam inicialmente contidos pelo governo. No entanto, o nível de reservas está sempre em queda, devido aos constantes déficits governamentais. Mais cedo ou mais tarde, o governo estará desprovido de reservas e optará por abandonar a paridade fixa, provocando a crise cambial. A única variável desconhecida é o tempo de duração do processo, que depende do nível inicial de reservas e da taxa de expansão da oferta de moeda.

3.1.2) Modelos de Segunda Geração

Os modelos de “segunda geração” surgiram em meados da década de 90, como tentativa de explicar a Crise do México(1994) e do Sistema Monetário Europeu(1992-1993) , que estavam fora do escopo dos modelos de primeira geração. Neste grupo de modelos, assim como no primeiro, uma crise cambial pode ser desencadeada por um ataque especulativo. O comportamento governamental é novamente o fator determinante. A diferença é que, nesse caso, os agentes privados não são capazes de prever as ações do governo e formam suas expectativas com base no comportamento de outros agentes privados. Ou seja, não mais é válida a hipótese de previsibilidade perfeita. Isso ocorre porque o comportamento da autoridade monetária deixa de ser constante (crescimento constante da oferta de moeda). O governo é capaz de controlar a

oferta de moeda e de crédito conforme as necessidades da política monetária. Para que a crise cambial seja desencadeada, não se faz necessária a ocorrência de qualquer tipo de desequilíbrio macroeconômico. Basta que haja, entre os agentes econômicos, um sentimento de que o governo deixará a taxa cambial se desvalorizar.

O principal autor dos modelos de segunda geração foi Maurice Obstfeld. Ele foi responsável pela formulação de dois modelos que, apesar de diferentes, levam a mesma conclusão: as expectativas dos agentes privados podem inviabilizar um regime de câmbio fixo que poderia ser bem sucedido, porém a causa primordial do fracasso é um Estado imprudente e limitado. Segundo o autor, “o nível de reservas internacionais em poder da autoridade monetária não é o fator preponderante na manutenção de uma paridade cambial fixada, cedendo espaço para outros fatores como o papel da taxa de juros e o aumento do desemprego.”¹⁴

O primeiro modelo diz que o governo procura controlar a inflação através da taxa de câmbio, utilizando para isso a taxa de juros como variável de ajuste. Por vezes, em virtude de uma pressão desvalorizadora, a taxa de juros é elevada para atrair capital estrangeiro, mantendo assim a paridade fixa. Um aumento da taxa básica de juros resulta em um aumento das despesas governamentais, devido à elevação dos gastos com o serviço da dívida e, muitas vezes, ao aumento do valor total da dívida. Naturalmente, trata-se de uma política não-sustentável no longo prazo. Uma sucessão de déficits fiscais obviamente influencia as expectativas dos agentes privados, gerando, em algum momento, o ataque especulativo.

O segundo modelo supõe um regime de Câmbio fixo, porém ajustado e a ocorrência ocasional de choques restritivos na demanda agregada. Diante desses choques, o governo enfrenta um *trade-off*: Reduzir a taxa de juros, visando estimular a

¹⁴ OBSTFELD, Maurice. 1994, p.189.

atividade econômica, o que acarretaria em desvalorização da moeda nacional; ou manter fixa a taxa de juros, visando defender a paridade, porém tendo que arcar com os custos sociais(ex: desemprego elevado). A decisão depende de fatores como a taxa de inflação, o nível de desemprego, o serviço da dívida externa, etc. Resumindo, são freqüentes os descompassos entre a manutenção da paridade fixa e outros objetivos da política econômica. A própria percepção do mercado sobre o momento em que ocorrerá a queda da taxa, mediante a incerteza sobre as ações governamentais, provoca o ataque especulativo. Quanto maior forem os problemas sociais decorrentes do baixo nível de atividade econômica, maior será a crença dos agentes privados acerca da queda da taxa de juros e, portanto, mais propensos estarão eles a se desfazerem da moeda nacional.

3.1.3) Modelos de terceira geração

Foi a própria Crise Asiática que motivou a criação dos modelos de “terceira geração”, surgidos no final da década de 90. Isso porque as duas primeiras gerações não eram capazes de explicar o que ocorreu no sudeste da Ásia, em 1997. Os cinco países operavam em regime de câmbio fixo, porém possuíam bons fundamentos macroeconômicos, inclusive um Estado austero e prudente em sua gestão de recursos. Não havia nenhuma incompatibilidade da política cambial com a economia como um todo.

Os modelos de terceira geração representam uma evolução, no sentido de que focam em outros aspectos de crises financeiras, em vez de concentrar-se apenas na mudança da taxa de câmbio. O sudeste asiático foi palco de uma chamada “crise gêmea”, qual seja, uma crise tanto cambial quanto bancária. Não podia ser tratada da mesma maneira que crises cambiais anteriores.

Os modelos de terceira geração apresentam o conceito de assimetria informacional(um agente ter mais informação que outro, dentro de uma transação) como mais um problema econômico, mais uma possível causa de uma crise , em complemento aos fundamentos macroeconômicos. No caso asiático, existe claramente a ocorrência de assimetria informacional em grande escala, devido à excessiva liberalização financeira, fruto da fraca legislação e supervisão dos bancos centrais dos cinco países. Ou seja, a assimetria informacional, até certo ponto, é um problema institucional.

O agente privado, nesta conjuntura, torna-se imprudente na tomada e na cessão de empréstimos e na aplicação de recursos, como foi previamente explicado no capítulo 1. Os bancos domésticos, imprudentemente, se endividam em excesso. Os bancos internacionais, também imprudentemente, emprestam recursos em excesso. As empresas domésticas investem em projetos muito arriscados (sobreinvestimento). Isto é, todos adotam um comportamento não-otimizador.

Os modelos de terceira geração, entretanto, divergem em relação ao que provocou o colapso cambial das cinco nações do sudeste asiático.

Corsetti, Pesenti & Roubini (1998) afirmam que o comprometimento governamental com as dívidas do setor privado é o principal vilão. O gatilho da crise é o mesmo do modelo de Krugman: Ataque especulativo derivado da desconfiança no governo. A diferença é que o ataque não é provocado por déficits fiscais correntes, mas por déficits fiscais projetados, através do seguinte processo: Os agentes observam o comprometimento do governo em resgatar empresas privadas endividadas. O governo passa credibilidade até o ponto no qual as dívidas de empresas privadas tornam-se suficientemente elevadas para derrubar a crença de que os recursos do Estado poderão cobri-las. Entende-se que o ajuste fiscal que o governo pode realizar no curto prazo é

finito. Ou seja, no curto prazo, sua capacidade de cobrir prejuízos é limitada. Se o governo for cobrir mais do que sua capacidade, será obrigado a recorrer à emissão de moeda, que derrubará a taxa de câmbio. Prevendo isso, os investidores renunciam a sua posição em moeda nacional. Os três autores, no entanto, entendem que a causa maior do problema, ou seja, a causa do lado bancário da crise, mais perigoso do que o lado cambial, é justamente o aspecto institucional do sistema financeiro asiático.

Outros autores, como por exemplo, Chang e Velasco(1998) atribuem ao pânico financeiro o papel de principal causa de crises financeiras em países emergentes. O modelo dá a entender que crises financeiras só ocorrem em países emergentes, devido ao mercado de capitais subdesenvolvido. O colapso econômico seria resultado das profecias auto realizáveis dos agentes, receosos com a falta de liquidez do sistema bancário, que seria por sua vez provocada pelo curto prazo dos passivos externos e por ausência de um emprestador internacional de última instância. Os bancos domésticos se endividariam até um limite externamente determinado (*credit ceiling*). A partir desse ponto, o crédito cessaria e os bancos se tornariam insolventes. O governo, então, agiria como emprestador de última instância, fornecendo moeda doméstica para cobrir o passivo em moeda estrangeira. Dessa forma, estaria evitando uma crise bancária (salvando os bancos da falência) ao preço de uma posterior crise cambial, que seria causada por um ataque especulativo, por sua vez causado pela rápida redução das reservas internacionais.

Finalmente, existe uma terceira classe dos modelos de terceira geração, formulados posteriormente, que definem as crises como resultados de "contágio", ou seja, de um choque externo, vindo de outro país. Por exemplo, a crise brasileira de 1999 é definida por Calvo e Mendoza (1999) como sendo resultado de um contágio da crise russa do ano anterior.

O contágio, por sua vez, é provocado pela assimetria informacional. Em um cenário de informação incompleta, a informação é um bem e tem um preço. Alguns países impõem esse custo aos investidores, outros não. Na presença desse custo, um rumor ou um boato ruim ocasiona a realocação de recursos pelos agentes, para outro país. Afinal, é desvantajoso pagar para verificar a veracidade da informação se há outras opções de investimento disponíveis. Ou seja, a existência de assimetria informacional estimula a evasão de capitais. Se a saída de recursos da Rússia foi causada por rumores, é muito natural que os mesmos rumores tenham provocado o deslocamento de portfólio de investidores que aplicavam dinheiro no Brasil.

3.2) Fatos estilizados das crises

Há de se destacar a diferença qualitativa entre as duas crises. Em primeiro lugar, como já foi dito, o sudeste asiático foi palco de uma chamada “crise gêmea”, qual seja, uma crise tanto cambial quanto bancária. O sintoma de desvalorização das moedas nacionais foi apenas uma de diversas graves repercussões do evento. Como já foi explicitado, ao final da crise, havia um caos no mercado de crédito e financeiro nos cinco países. Já o Brasil foi vítima de uma crise “unidimensional”. O valor do Real foi derrubado, porém o mercado bancário não foi significativamente afetado.

Ambos os países sofriam com o já referido problema de vulnerabilidade externa. Porém, as causas eram distintas. Na Ásia, o problema era a natureza dos passivos das corporações privadas: dolarizados e de curto prazo. O Brasil sofria com um balanço de pagamentos deficitário, que precisava da entrada de divisas para atingir o equilíbrio. A situação interna estaria sob controle enquanto a situação externa assim estivesse.

A crise asiática parece ter sido causada por uma combinação das causas dos modelos de Corsetti, Pesenti & Roubini e Chang & Velasco. Tanto a existência de má

conduta do governo(prometendo cobrir prejuízos que diziam respeito ao setor privado) quanto a condição de imaturidade do mercado asiático(mal supervisionado, fiscalizado, regulado) faziam-se presentes na Ásia pré-crise de meados da década de 90.

No caso do Brasil, a crise foi motivada pelo fenômeno de contágio vindo da Rússia, remetendo-nos ao modelo de Calvo e Mendoza. No entanto, antes mesmo da crise, havia o problema macroeconômico de saldo negativo em transações correntes. Ou seja, o modelo inicial de Krugman parece, até certo ponto, aplicar-se ao caso brasileiro, visto que, se não existisse o déficit comercial, o país provavelmente teria um maior nível de reservas e estaria melhor equipado para defender a paridade cambial.

Rafael Barroso¹⁵ destaca dois tipos diferentes de problemas relacionados ao balanço de pagamentos de um país. Os problemas podem ocorrer separada ou simultaneamente.

O primeiro é a crise de solvência do balanço de pagamentos. Neste cenário, o país não possui recursos para saldar seus compromissos. Suas obrigações em moeda estrangeira excedem suas receitas. O Brasil esteve nesse tipo de situação diversas vezes. Um balanço de pagamentos insolvente está necessariamente atrelado a fundamentos macroeconômicos deficientes, como por exemplo, um saldo negativo em transações correntes. O dado mais relevante para a verificação desse problema é Passivo Externo Líquido/ Exportações. Mais especificamente, a razão entre a taxa de juros da dívida externa e a taxa de crescimento das exportações. Se o valor da dívida cresce continuamente, porém as exportações crescem em ritmo mais acelerado, o crescimento econômico pode ser mantido, visto que o acréscimo anual no déficit é financiado pelo acréscimo no valor das exportações. A solução para o problema passaria por uma

¹⁵ Trata-se do seguinte texto: *Brasil e Coréia do Sul: Estado Desenvolvimentista, Inserção Externa e Problemas no Balanço de Pagamento*.

desvalorização cambial e/ou uma redução no ritmo de crescimento, tornando o saldo do BP positivo. Neste cenário, ao contrário do próximo, é irrelevante a composição do Passivo Externo Líquido, ou seja, não interessa se os fluxos líquidos de capital são majoritariamente investimentos especulativos, de curto prazo ou investimento estrangeiro direto, caracterizado por um horizonte temporal mais longo.

O segundo problema refere-se a uma crise de liquidez, e foi esse que acometeu os países asiáticos. Essencialmente, trata-se da incapacidade de pagar todas as dívidas de curto prazo. Segundo Paul Krugman, “uma dívida de curto prazo superior às reservas não necessariamente causa uma crise, mas torna um país vulnerável a um pânico financeiro”¹⁶. No caso da Ásia, o choque externo inicial foi a reversão dos fluxos de capital estrangeiro e o gatilho definitivo foi o início do regime de câmbio flutuante na Tailândia. A bola de neve rapidamente se expandiu e, uma vez que o desespero tomou conta dos investidores e estes retiraram rapidamente seus recursos, majoritariamente de curto prazo, em cenário similar a uma corrida bancária, (comparação feita por Barroso), diversas corporações privadas, notadamente instituições financeiras, não foram capazes de saldar seus compromissos.

Há, naturalmente, outros fatores que diferem os dois processos. Um deles refere-se à natureza do contágio. Segundo Ilan Goldfajn, o Brasil foi vítima das repercussões da Crise da Rússia, enquanto que a crise do sudeste asiático caracterizou-se pelo contágio regional. Além disso, a participação dos agentes do mercado financeiro foi bem diferente nos dois casos.¹⁷ Na Ásia, foram todos completamente surpreendidos pela

¹⁶ Crises Monetárias – São Paulo, Makon Books, 2001 ,pp153-4

¹⁷ As informações estão presentes no artigo *The swing of capital flows and the brazilian crisis* escrito por Goldfajn em 2000.

crise, enquanto que, no Brasil, os agentes, principalmente os grandes bancos, estavam prontos para a crise. Isso pode ser parcialmente explicado pelos fundamentos macroeconômicos das duas regiões, nos anos anteriores às respectivas crises. O Brasil estava claramente em má situação, com crescimento baixo, déficit público elevado e transações correntes deficitárias. Na Ásia, a situação parecia excelente, até em face ao fantástico crescimento do Produto Interno Bruto.

A ação governamental foi muito mais incisiva no Brasil, antes e durante a crise. Vale novamente ressaltar que o Estado assumiu os prejuízos de diversas instituições financeiras decorrentes da desvalorização cambial, aumentando bastante o seu passivo externo. O governo brasileiro teve grande prejuízo com a crise e precisou de alguns anos para se recuperar. Entretanto, a atividade econômica não foi gravemente comprometida. As empresas privadas, motor da economia, continuaram funcionando, ainda que com menos intensidade.

No sudeste asiático, por outro lado, a maior parte da dívida pertencia às corporações, que, por natureza, possuem bem menos recursos que o governo para saldar compromissos. Entre outras razões, podem ser citadas a maior dificuldade de obtenção de empréstimos com entidades como o FMI e o Banco Mundial e menor propensão dos emprestadores para alongar o perfil da dívida. Na Tailândia, na Malásia, na Coreia do Sul, nas Filipinas e na Indonésia, diversas empresas literalmente pararam de funcionar, enterradas pelo câmbio desvalorizado que impossibilitou o pagamento de suas dívidas. A época de maior atividade econômica na região teve como característica a obtenção de empréstimos no exterior e a realização de investimentos com grande alavancagem. O crescimento e o lucro vinham acompanhados do aumento da dívida, dívida essa que, obviamente, pertencia cada vez mais ao setor privado. Como podemos verificar na tabela abaixo, utilizando a Tailândia como país-referência, a dívida pública passou de

aproximadamente 1/3 da dívida total, em 1991, para menos de 1/6, no ano de 1996, véspera da crise.

Tabela 3.1- A dívida da Tailândia

	Dívida Total(US\$bi)	Dívida Pública Total(US\$bi)	Serviço da Dívida Total(%)	Serviço da Dívida Pública(%)
1991	37,8	12,8	10,6	4,2
1992	43,6	13,1	11,3	3,7
1993	52,1	14,2	11,2	3,7
1994	64,8	15,7	11,7	3,4
1995	100,8	16,4	11,4	2,8
1996	108,7	16,8	12,3	2,5
1997	109,2	24,1	15,7	2,7
1998	105,0	31,6	21,4	3,3
1999	95,0	36,2	19,4	4,0
2000	79,7	33,9	15,4	4,0

Fonte: site do banco centra tailandês <http://www.bot.or.th/Thai/Pages/BOTDefault.aspx>, acesso em 20/1/2009

O governo asiático agiu mal. Foi omissivo, incapaz de supervisionar, fiscalizar e punir adequadamente os excessos dos agentes privados. Foi imprudente, ao deixar implícito às corporações que as protegeria contra perdas decorrentes de seus investimentos. As empresas nacionais, por sua vez, não souberam ou não quiseram avaliar corretamente o risco das transações em que se envolviam, em parte por causa da própria postura do governo. Os bancos domésticos erraram ao serem excessivamente liberais em seus empréstimos.

Logicamente, é injusto culpar somente as entidades locais, já que o sistema econômico internacional como um todo era propenso a gerar sobreinvestimento. Os grandes bancos internacionais realizaram empréstimos de magnitude impressionante, para países ainda em desenvolvimento.

CONCLUSÃO

Nos anos anteriores às duas crises, o sudeste asiático exibia excelentes indicadores, com crescimento econômico fantástico, enquanto o Brasil passava por um período de instabilidade, seguindo a implementação de uma nova moeda. A política econômica dos países asiáticos era amplamente elogiada por grandes órgãos internacionais, como o Banco Mundial, por exemplo. A autoridade monetária brasileira não tinha o mesmo privilégio, sendo alvo de constantes críticas por sua falta de austeridade fiscal e taxa de câmbio sobrevalorizada. Entretanto, o golpe nos cinco países asiáticos foi muito mais intenso.

As duas crises, sem dúvida alguma, provocaram considerável desaceleração da atividade econômica. Em ambas, houve especulação no mercado financeiro internacional e forte impacto desvalorizante nas respectivas moedas nacionais. Tanto no sudeste da Ásia quanto no Brasil, houve a ocorrência de contágio. Porém, a desvalorização cambial e a retração do Produto Interno Bruto foram visivelmente maiores no caso do sudeste asiático, consequência da recessão que tomou conta da região ao final da década de 90.

A crise asiática foi causada por um mercado de capitais imaturo, altamente instável, que foi vitimado por um quadro gravíssimo de iliquidez. O comportamento governamental em muito contribuiu para o fenômeno. A crise brasileira foi causada por um choque externo, em desfavorável cenário internacional e por uma vulnerabilidade previamente existente, fruto de uma política econômica bastante dependente do capital estrangeiro.

No curso deste trabalho, foi possível concluir que a autoridade monetária brasileira, ressalvando-se a contestável escolha de política econômica, agiu com bastante competência ao salvar as principais instituições financeiras e outras

corporações privadas que delas dependiam. Com isso, foi possível evitar uma catástrofe econômica, que foi exatamente o que aconteceu no sudeste da Ásia.

Referências Bibliográficas

BANCO MUNDIAL; *The making of the East Asia miracle* ;World Bank Policy Research Bulletin.V.4,N.4; 1993. disponível em:

<http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Bulletins/PRBvol4no4.html>

BARROSO, Rafael C. *Brasil e Coréia do Sul: Estado desenvolvimentista, inserção externa e problemas no Balanço de Pagamentos*. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. *Cedo demais para esquecer*. In: CARTA CAPITAL n. 455, jul. 2007.

CALVO, Guillermo. *Phoenix Miracle in Emerging Markets: Recovering Without Credit from Systemic Financial Crises*. (Working Paper 12101), 2006.

_____. *Monetary Policy Challenges in Emerging Markets: Sudden Stop, Liability Dollarization and Lender of Last Resort*. (Working Paper 12788), 2006.

CANUTO, Otaviano. *A crise asiática e seus desdobramentos*. In:REVISTA ECONÔMICA, n. 4, pp. 25-60, dez 2000.

_____. *As Economias Asiáticas Dois Anos Após a Crise*. In: O ESTADO DE SÃO PAULO, São Paulo, 20 jun.2000, Caderno de Economia.

DELFIN NETTO, Antônio. *O que a Coréia tem?* In: CARTA CAPITAL. n.248, jan. 2007

FRIEDMAN, Milton. *A solução passa pelos mercados*. In: O ESTADO DE SÃO PAULO, São Paulo, 14 out.1998, Caderno de Economia.

Disponível em: <<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/journal/f/friedman.doc>>

Acesso em: 6 de outubro de 2007.

GOLDFAJN, Ilan. *Financial markets contagion in the Asian crisis*. (Working Paper), PUC - Rio, 1999.

_____. *The swing of capital flows and the brazilian crisis*. Texto para discussão 422. PUC-Rio, 2000.

KRUGMAN, Paul. *What happened to Asia?*(Working Paper), MIT, Cambridge, 1998.

LIMA, Eriksson Teixeira: *Crédito Direcionado: Como Obter Eficácia na sua Aplicação*. In:REVISTA DO BNDES. Rio de Janeiro, V.13, N.25, p. 51-86, Jun.2006

LOPES, Carlos Magno; DE MOURA, João Gonsalo. *Ataques especulativos no Brasil: 1994-1999*

MATHIAS, João Fellipe Cury Marinho. *Fragilidade fiscal, vulnerabilidade externa e crises cambiais: uma interpretação sistêmica da crise cambial brasileira de 1999*. In: IV ENCONTRO DE ECONOMISTAS DE LÍNGUA PORTUGUESA, Évora: out 2001. JEL: E52. Disponível em: <http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/bvartigoseconomia/>. Acesso em: 6 de outubro de 2007

WESTPHAL, Andres Cristian Machuca : *Crises Cambiais x Fundamentos macroeconômicos: a experiência brasileira sob o regime de câmbio flutuante (1999 – 2002)*. 2005. 116f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2005.

WON, Chong-On; RESENDE,Luis Fernando de Lara (Org.).*Brazil-Korea : an agenda for development*. Brasília, 2004.