



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CRISES FINANCEIRAS E AS REFORMAS INSTITUCIONAIS NA DÉCADA
DE 1990: PREVENÇÃO E MODELOS DE GESTÃO DA ARQUITETURA DO
SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

RODRIGO SEGURA

Florianópolis, 2008.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**CRISES FINANCEIRAS E AS REFORMAS INSTITUCIONAIS NA DÉCADA
DE 1990: PREVENÇÃO E MODELOS DE GESTÃO DA ARQUITETURA DO
SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para a obtenção de carga horária da disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Rodrigo Segura

Assinatura:

Orientador: Prof. Jaime Cesar Coelho

De acordo:

Área de Pesquisa: Crises Financeiras

Palavras – Chave:

1. Crises Financeiras
2. Sistema Financeiro Mundial
3. Reformas Institucionais

Florianópolis, julho de 2008.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**CRISES FINANCEIRAS E AS REFORMAS INSTITUCIONAIS NA DÉCADA
DE 1990: PREVENÇÃO E MODELOS DE GESTÃO DA ARQUITETURA DO
SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL**

A Banca Examinadora resolveu atribuir nota _____ ao aluno RODRIGO SEGURA na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. Dr.

Prof. Dr.

Prof. Dr.

AGRADECIMENTOS

As pessoas mais importantes da minha vida: meus pais e irmãos. Obrigado pelo apoio e amor incondicional que foram sempre presentes durante toda a trajetória da minha vida. Vocês são a razão do meu viver, amo muito vocês

Aos meus amigos e colegas que sempre estiveram me apoiando nas alegrias e tristezas. Estando longe ou perto, vocês sempre terão um espaço especial no meu coração.

“Também ainda é verdade que pequenos eventos às vezes possuem grandes conseqüências, que há coisas com reações em cadeia e forças cumulativas. Acontece que uma crise de liquidez em uma unidade fracional de um sistema bancário central é precisamente o tipo de evento que pode engatilhar – e muitas vezes engatilhou – uma reação em cadeia. E colapsos econômicos freqüentemente possuiu o caráter de um processo cumulativo. Permita que passe de um certo ponto, e com o tempo ganhará força com o seu próprio desenvolvimento enquanto seus efeitos se espalham e voltam a intensificar o processo do colapso. Porque nenhuma grande força seria exigida para segurar uma pedra que dá início a um deslizamento de terra, é porque ela não entende que o deslizamento, isso não significa que o deslizamento será de grandes proporções.

(Milton Friedman e Anna Schwartz)

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	viii
LISTA DE TABELAS.....	x
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xi
RESUMO.....	xii
ABSTRACT.....	xii
1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	1
1.1 Contextualização.....	1
1.2 Objetivos.....	2
<i>1.2.1 Objetivo Geral.....</i>	<i>2</i>
<i>1.2.2 Objetivos Específicos.....</i>	<i>2</i>
1.3 Aspectos Metodológicos.....	3
1.4 Estrutura do Trabalho.....	3
2 O CONTEXTO DOS ANOS 90.....	5
2.1 Transformações na Economia Internacional.....	7
2.2 Boom e Colapso.....	9
2.3 Desregulamentação na Década de 1990.....	12
2.4 Assimetria de Informação.....	15
2.5 Globalização, Liberalização e Fluxos de Capitais.....	17
<i>2.5.1 Tendências à Liberalização.....</i>	<i>18</i>
<i>2.5.2 Fluxo de capitais.....</i>	<i>19</i>
<i>2.5.3 As influências norte-americanas.....</i>	<i>27</i>
3 AS CRISES FINANCEIRAS.....	30
3.1.1 Modelos de Primeira Geração.....	33
3.1.2 Modelos de Segunda Geração.....	34
3.1.3 Modelos de Terceira Geração.....	35
3.2 Manias Especulativas.....	36
3.3 O Princípio das Crises.....	38
3.4 Crise Financeira Mexicana (1994-1995).....	42
3.5 Crise Financeira do Leste Asiático.....	47
3.5.1 Crise da Tailândia (1997-98).....	51
3.5.1.1 Pacote assistencial do FMI.....	56
3.5.2 Crise da Indonésia (1997-98).....	57
3.5.3 Crise da Coreia do Sul (1997-98).....	63

3.5.4	<i>Crise Financeira da Malásia (1997-98)</i>	70
3.6	Crise financeira da Rússia (1998-99)	75
3.7	Crise Financeira Brasileira de (1998-99)	80
4	MODELOS DE GESTÃO E PREVENÇÃO DE CRISES	86
4.1	Fluxos de Capitais, Instituições Financeiras e os Seus Papéis	88
4.2	Reformando a Arquitetura Financeira Internacional	90
4.3	Manual de liberalização	94
4.4	Transparência, Códigos e Padrões	95
4.5	Supervisão Prudencial	99
4.6	Gerenciamento da taxa de câmbio	102
4.7	Administração das crises	106
4.8	Alternativas aos financiamentos do FMI	107
4.8.1	<i>Manter o Status Quo</i>	108
4.8.2	<i>Limites presumidos de financiamento</i>	109
4.8.3	<i>Suspensão de pagamentos sancionada pelo FMI</i>	110
4.8.4	<i>Opção universal de rolagem da dívida com uma penalidade</i>	111
4.8.5	<i>Cláusulas de ação coletiva</i>	111
4.8.6	<i>Conferir poder ao FMI para sustentar o mercado de títulos de dívida</i>	113
4.8.7	<i>Uma corte internacional de falências</i>	114
4.8.8	<i>A proposta de Anne Krueger</i>	115
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	117
6	ANEXOS	119
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	122

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Rotatividade Diária no Mercado de Divisa Global.	8
Figura 2 -	Índice de Integração Financeira de Países em Desenvolvimento (1970-1998) .	18
Figura 3 -	Países em desenvolvimento: Fluxos de capitais líquidos, por tipo de fluxo.....	23
Figura 4 -	Países em desenvolvimento: Fluxos de capitais líquidos, por região.....	24
Figura 5 -	Reservas Internacionais (menos ouro) de Países Emergentes – 1986 – 1999 ...	25
Figura 6 -	Frequência das Crises – Probabilidade Anual (em porcentagem).....	40
Figura 7 -	Evolução da Conta Corrente e de Capitais do México em U\$ bilhões (1989-96)	43
Figura 8 -	Evolução do PIB mexicano (1989-96)	43
Figura 9 -	Reservas internacionais (menos ouro) do México (1988-1996)	44
Figura 10 -	Exportações, Importações e Fluxo de Capitais do México (% do PIB) (1985-1995)	45
Figura 11 -	Fluxos de investimento estrangeiro ao México (1990 – 1994).....	46
Figura 12 -	Evolução das Taxas Cambiais dos países asiáticos (mudanças percentuais, - = depreciação (1990-99)	48
Figura 13 -	Evolução do Crescimento Percentual da Produção Interna Bruta (PIB).	49
Figura 14 -	Composição dos Empréstimos na Tailândia, mudanças percentuais (1991-2004)	52
Figura 15 -	Saldo em conta corrente e Crescimento de Importações de mercadorias da Tailândia (1990-99)	54
Figura 16 -	Fluxos Privados Líquidos para a Tailândia (1990-2000)	55
Figura 17 -	Indonésia, Evolução do Saldo em Conta Corrente (U\$bilhões) e Crescimento do PIB em % (1989=100) (1990-2000).....	58
Figura 18 -	Taxa de Câmbio Rupia/U\$ (1996-99)	59
Figura 19 -	Evolução da Taxa de Juros da Tailândia (1996-98)	59
Figura 20 -	Importação de Mercadorias $\Delta\%$ (1989=100), Crescimento do PIB $\Delta\%$ (1989=100) e Saldo em Conta Corrente da Coreia do Sul (1990-99).	64
Figura 21 -	Fluxos Privados Líquidos para a Coreia do Sul(1990-2000).....	65
Figura 22 -	Composição da Dívida Externa Coreana (1979-97).....	66
Figura 23 -	Reservas Internacionais (menos ouro) da Coreia do Sul em U\$ bilhões (1990-99)	68
Figura 24 -	Evolução das exportações e PIB da Malásia $\Delta\%$ (1994-2003).....	70

Figura 25 - Malásia – Evolução do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões), PIB Δ % (1989=100), e Importações de Mercadorias Δ % (1989=100).....	72
Fonte: FMI, <i>World Economic Outlook Database</i> , 2007. Elaboração própria.	72
Figura 26 - Fluxos Privados Líquidos para a Malásia (1990-2000).....	73
Figura 27 - Evolução do PIB (U\$ bilhões) da Malásia (1980-2000).	75
Figura 28 - Rússia - Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões), Crescimento porcentual do PIB em U\$ (1992=100).....	76
Figura 29 - Inflação, fim do período preços ao consumidor (1992-2000).....	77
Figura 30 - Evolução do Rublo/U\$ (1994-2001)	79
Figura 31 - Evolução do Crescimento do PIB (1989=100) e do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões) No Brasil.....	81
Figura 32 - Evolução da Taxa Selic (1996-2000).	82
Figura 33 - Taxa de Câmbio U\$/R\$ (1996-2000)	84
Figura 34 - Evolução da Inflação, preços ao consumidor (1990-2000)	85
Figura 35 - Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional.....	93

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Composição das dívidas externas por região (1988 – 1997)	21
Tabela 2 -	Episódios com alto índices de retiradas de capitais durante a década de 1990.	22
Tabela 3 -	Fluxo de Capitais Líquidos em Países Desenvolvidos e 16 Países com Mercados Emergentes	24
Tabela 4 -	Características Pré-Crise dos Países Emergentes.....	39
Tabela 5 -	Número de Crises por Período	41
Tabela 6 -	Financiamento à 5 nações asiáticas (1994 – 1998)	50
Tabela 7 -	Influxos de Capitais Líquidos para a Tailândia (1996-98)	53
Tabela 8 -	Estrutura Macroeconomica da Tailândia em Relação a LOIs (1997-98)	57
Tabela 9 -	Estrutura Macroeconomica da Tailândia em Relação a LOIs (1997-98)	61
Tabela 10 -	Indicadores Econômicos do Brasil (1990-1998).....	82

LISTA DE ABREVIATURAS

BCBS – Basle Committee on Banking Supervision

BI – Bank Indonesia

BIBF – Bangkok International Banking Facility

BIS – Bank for International Settlements

BOT – Bank of Thailand

CCL – Contingent Credit Lines

CGFS – Committee on the Global Financial System

EEC/EU – European Economic Community

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSF – Financial Stability Forum

GATT – General Agreement on Tariffs and Trade

IDE – Investimento Direto Externo

IAIS – International Association of Insurance Supervisors

IFI – International Financial Institutions

IMFC - International Monetary Financial Committee

LOIs – Letters of Intent

NAFTA – North American Free Trade Agreement

OCDE – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OMC – Organização Mundial do Comércio

PIB – Produto Interno Bruto

PINs – Public Information Notices

SDDS – Special Data Dissemination Standards

ROSC – Report on the Observance of Standards and Codes

RESUMO

SEGURA Rodrigo. **Uma revisão das crises financeiras da década de 1990: o debate normativo**. 2008. 80f. Monografia – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2008.

A década de 1990, considerada a mais próspera da história (para os Estados Unidos), foi a testemunha para uma onda de crises financeiras que abalaram a estrutura da arquitetura do sistema financeiro internacional. Crises como a mexicana, asiática, russa e brasileira, se provaram as mais custosas para os países, diretamente e indiretamente, envolvidos. Num curtíssimo período de tempo, essas crises, podem destruir o progresso econômico de um país que foi acumulado durante décadas. As crises também conduzem um maior questionamento em relação ao veredicto do mercado, e a um declínio de apoio e da reputação das instituições oficiais responsáveis pela gestão das crises. Assim, foram novamente considerados urgentes os esforços para reformar o sistema financeiro internacional. Dentro dessa discussão, o trabalho apresenta uma revisão do debate sobre as medidas necessárias para melhorar a estrutura financeira global para analisar, prevenir e gerir as crises financeiras com mais eficiência. Portanto, serão analisadas as alternativas existentes para incentivar a implantação de uma maior transparência, utilização mais ampla de códigos e padrões dentro de um ambiente, financeiramente, mais supervisionado.

ABSTRACT

The nineties, considered the most prosperous decade in history (for the United States of America), was witness to an outburst of financial crises that stunned the international financial architecture's structure. Crises such as the Mexican, Asian, Russian and Brazilian, proved the most costly for the countries that were, directly and indirectly, involved. In a short period of time, these crises are able to destroy a country's economic progress that was achieved over several decades. Once again, the reform of the international financial system was considered an urgent matter. They can also lead to a greater questioning of the verdict of the market, and a decline in the support of and reputation of the official international institutions responsible for crisis management. In this aspect, this essay presents a revision of the debate on the necessary measures to improve the international financial structure to be able to analyze, prevent and manage the financial crises more efficiently. Therefore, the existing alternatives will be analyzed to encourage the implementation of a wider transparency, a more widespread usage of code and standards in a more supervised financial atmosphere.

1 PROBLEMA DE PESQUISA

1.1 Contextualização

Após as crises financeiras da década de 1990, difundiu-se ao redor do mundo uma grande preocupação em relação ao sistema financeiro internacional e a necessidade de gerir e prevenir os efeitos maléficos aos quais o sistema está sujeito. O atual sistema financeiro internacional é considerado imperfeito (assimetrias de informação, seleção adversa e risco moral), além disto os mercados financeiros são regidos e dominados pelas economias dos países desenvolvidos e, economicamente, mais fortes e é através da influência sobre as instituições financeiras internacionais que esses países acabam determinando as regras do mercado. Vale lembrar neste sentido que o comitê gestor de Basileia, junto ao *Bank for International Settlements*, é composto sem uma única presença de representantes dos países em desenvolvimento.

Na última década, o aumento da mobilidade de capital internacional, vem sendo acompanhado por um acréscimo na frequência do surgimento de crises financeiras em países em desenvolvimento, freqüentemente com um alto custo social adicionado. Os problemas relacionados com as crises financeiras são caracterizados pelos fluxos e influxos de capital em resposta a mudanças espontâneas nas perspectivas econômicas dos mercados financeiros sobre países em questão. Assimetrias de informação também contribuem para ampliar o efeito das respostas a uma dada mudança econômica. Esse problema é geralmente agravado pelo efeito de contágio que é gerado pelo “comportamento da manada” dos operadores do mercado financeiro cujo julgamento dos fundamentos econômicos acabam não justificando este comportamento irracional. Esses defeitos do sistema financeiro internacional necessitam de uma reforma urgente capaz de assegurar um sistema mais eficiente.

Até este momento, as reformas estiveram mais focadas em medidas para prevenir crises financeiras como: maior transparência nas informações, tentativas para desenvolver sistemas de avisos prévios e a formulação de normas e códigos internacionais para a prevenção de riscos, como se observa no acordo de Basileia II. Enquanto essas iniciativas possam ser proveitosas, os seus impactos serão graduais e provavelmente insuficientes. Portanto, dentro deste quadro, torna-se necessário analisar os impactos gerados pelas principais crises financeiras que ocorreram durante a década de 1990 dentro da discussão sobre a reforma do sistema financeiro internacional, e se seus avanços e resultados têm

contribuído para um sistema menos susceptível às volatilidades e ao “efeito dominó” aos quais os mercados financeiros estão sujeitos.

O tema deste trabalho insiste que, em algumas áreas, o sistema financeiro internacional tornou-se obsoleto e, às vezes, mutuamente inconsistente. O sistema mostrou-se incapaz de antecipar ou prevenir crises financeiras na economia global. Desde o colapso do sistema de Bretton Woods, um aumento da mobilidade de capital em nível global vem sendo acompanhado por uma maior frequência de crises financeiras em países em desenvolvimento, e já industrializados.

Portanto, o presente trabalho, dentro do contexto da discussão sobre a reforma do sistema financeiro internacional, pretende centralizar o debate nas principais crises da década de 1990 que ocorreram das economias emergentes, ou seja, a crise mexicana de 1994-95, a crise do leste asiático de 1997-98, a crise russa de 1998, e a crise brasileira de 1998.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é avaliar os esforços oficiais e institucionais para lidar com os problemas, efeitos colaterais, prevenção, gestão e administração das crises financeiras ocorridas nos anos 1990.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Revisar a teoria atual sobre a reforma do sistema financeiro internacional e seu contexto histórico;
- Descrever as experiências institucionais/internacionais na criação de normas, códigos, legislações e políticas para um melhor controle do sistema financeiro internacional;
- Identificar e analisar a situação atual do progresso obtido em limitar a frequência e impactos das crises financeiras; e
- Identificar os principais problemas no financiamento, prevenção e administração de crises financeiras no contexto atual.

1.3 Aspectos Metodológicos

Para alcançar os objetivos expostos fez-se uma análise hemerográfica de documentos oficiais das publicações oficiais apresentadas pelas principais instituições financeiras multilaterais (Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional e do Bank for International Settlements.), que representam autoridade máxima nos assuntos relevantes da reforma do sistema financeiro internacional, como também uma análise das principais crises financeiras internacionais que ocorreram durante a década de 1990.

O objetivo dessa pesquisa sustenta um estudo do tipo exploratório. Segundo Selltiz (1974), um estudo exploratório tem como objetivo a formulação de um problema para investigação mais exata ou para a criação de hipóteses. O problema que será investigado e discutido durante as próximas páginas é: as crises financeiras da década de 1990 dentro do debate sobre a reforma do sistema financeiro internacional. Assim, este tipo de pesquisa normalmente assume a forma, de acordo com Gil (2002), de pesquisa bibliográfica ou de estudo de caso.

Desta forma, o procedimento técnico que será adotado durante todo o estudo é a pesquisa bibliográfica. Sua principal vantagem reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente, isto porque ela tem por objetivo conhecer as diferentes contribuições científicas disponíveis sobre determinado tema (GIL, 2002).

1.4 Estrutura do Trabalho

O texto foi dividido em quatro capítulos, mais as considerações finais e referências bibliográficas.

No capítulo 1 é apresentado o problema de pesquisa, objetivos e metodologia adotada na elaboração do trabalho.

No segundo capítulo faz-se uma descrição da, dentro do contexto da década de 1990, evolução da globalização, desregulamentação e da economia internacional apontando os principais problemas e discussões referentes ao crescimento exuberante da economia global.

O terceiro capítulo é dedicado as principais crises financeiras da década de 1990 que são detalhadamente analisadas, sendo descritos as causas, ações e recomendações para cada evento.

O último capítulo apresenta as principais discussões referentes à prevenção e gestão de crises financeiras. Além disso, dentro dessa esfera, é analisado o papel e as opções existentes para reformar a arquitetura do sistema financeiro internacional.

Por fim, serão apresentadas as considerações finais do estudo e uma lista das referências bibliográficas utilizadas para a composição dessa pesquisa.

2 O CONTEXTO DOS ANOS 90

O início da década de 1990, um período de crescimento sem precedentes da economia estadunidense, foi marcado pelo triunfo do capitalismo ao estilo norte americano. Após uma época de baixo crescimento e recessão mundial nos anos de 1970 e 1980, a produtividade nos Estados Unidos voltou a crescer rapidamente a níveis que excederam até o boom econômico que seguiu a segunda guerra mundial. A globalização estava a todo o vapor, influenciada especialmente pelos Estados Unidos. Os acordos do NAFTA e a Rodada do Uruguai prometeram trazer benefícios excessivos à economia americana, incluindo a redução de custo de vida, uma estimulação para o desenvolvimento econômico, a geração de novos empregos por meio do acesso a novos mercados e a promoção do comércio internacional. O fluxo de capitais para mercados emergentes tinha se multiplicado em mais de seis vezes em menos de seis anos, um aumento fantástico, resultado da procura por retornos cada vez mais lucrativos. Os países emergentes se sentiram intimados pelas principais instituições financeiras a imitarem o modelo proposto pelos representantes norte-americanos nos encontros do G-7, para atingirem um mesmo nível de prosperidade, como função da harmonização normativa aos princípios de liberalização. Assim, foi exigido dos países asiáticos que abandonassem seus modelos vigentes que já haviam trazidos grande sucesso a essas economias durante décadas, mas que só nessa época aparentaram estar desacelerando (RADELET e SACHS, 1998).

Pode ser sugerido que, na maioria dos casos, a globalização promovida pelos Estados Unidos não trouxe os benefícios prometidos. Assim, as desigualdades entre os Estados Unidos e os países em desenvolvimento continuaram a crescer paulatinamente. O desemprego e a percepção de vulnerabilidade também cresceram enquanto os frutos do crescimento econômico foram desproporcionalmente distribuídos para a porção mais rica da população, aumentando assim o sentimento de injustiça social.

Apesar das severas crises financeiras da década de 1990 a economia norte-americana sobreviveu as essas crises e em muitos casos beneficiou-se dos baixos custos de importação proporcionados como consequência das mesmas, com os benefícios destinados aos bancos de investimentos americanos, os principais promotores da abertura global dos mercados de capitais (Aos países em desenvolvimento foi recomendado, pelas principais entidades econômicas, a seguir uma política de abertura dos seus mercados para qualquer área de exportação, particularmente àquelas nos quais os países desenvolvidos mais influentes eram mais competitivos)

Ademais, a tão esperada transição dos países da antiga União Soviética para uma economia de mercado, com o intuito de gerar prosperidade, trouxe, ao contrário, um período de pioras significativas tanto do ponto de vista econômico como social. No caso da Rússia, o PIB caiu 40% e a pobreza se multiplicou em diversas vezes (STIGLITZ, 2003). Os resultados foram similares em outros países em transição que seguiram as recomendações impostas pelos Estados Unidos. Enquanto isso, a China (onde as prescrições neoliberais para o crescimento e o desenvolvimento não foram seguidas à risca), seguindo o seu próprio curso, mostrou ao mundo que havia uma transição alternativa para uma “transição econômica” de sucesso. Mesmo com a ascensão dos EUA à condição de única superpotência, a administração do Presidente Clinton não tinha definido um plano para a nova ordem mundial na era pós-guerra fria. As comunidades financeiras e de negócios viram uma oportunidade lucrativa e impuseram a sua própria agenda, e o Governo teve o papel de ajudá-los a abrir os mercados.

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

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

2.1 Transformações na Economia Internacional

Uma nova economia surgiu em escala global nos últimos 25 anos do século XX. A nova economia é organizada em torno de novas tecnologias da informação, cada vez mais flexíveis e poderosas. Para Castells (2006) esta nova economia pode ser caracterizada como: informacional, global e em rede. É informacional porque a produtividade e a competitividade de unidades ou agentes nessa economia dependem, basicamente, de sua capacidade de gerar, processar e aplicar, de forma eficiente, a informação baseada em conhecimentos. É global porque as principais atividades produtivas, o consumo e a circulação estão organizados em escala global, diretamente ou mediante uma rede de conexões entre agentes econômicos. É organizada em forma de rede porque, nas novas condições históricas, a produtividade é gerada e a concorrência é feita em uma rede global de interação entre redes empresarias.

As novas tecnologias, presentes na economia globalizada, permitem que bilhões de dólares sejam transportados de um país para o outro em curtíssimo prazo, de forma que o capital e, portanto, poupança e investimentos, estejam interconectados em todo o mundo, de bancos a fundos de pensão, bolsa de valores e câmbio. Contudo os fluxos financeiros tiveram um crescimento impressionante em volume, velocidade, complexidade e conectividade.

Devemos acrescentar a integração dos ditos “mercados emergentes” na agenda dos fluxos do capital internacional. O total dos fluxos financeiros para os países em desenvolvimento aumentou num fator de 7, entre 1960 e 1996 (CASTELLS, 2006). O impressionante volume do comércio de divisas é um acontecimento essencial da economia globalizada. Como podemos analisar na Figura 1 a rotatividade diária nos mercados de divisas ao redor do mundo em 1998 chegou a US\$ 1,5 trilhão e US\$ 3,2 trilhões em 2007, de 2004 para 2007 este volume aumentou 71%¹(BIS, 2007). Além disso, a proporção entre a rotatividade real do câmbio e o volume de exportações no mundo aumentou na proporção de 12:1 em 1979 para 60:1 em 1996, revelando assim, a natureza predominantemente especulativa da nova economia.

¹ Vale ressaltar que a rotatividade cambial no mundo está cada vez mais diversificada, embora o dólar/euro continua sendo o par mais negociado neste mercado, a fração das quatro maiores moedas está caindo significativamente. Os maiores aumentos de negociações estão atrelados ao dólar da Austrália e da Nova Zelândia devido a sua proximidade de relações políticas e comerciais com o sudeste asiático. Porém, a distribuição geográfica das negociações nos mercados cambiais não mudou significativamente. Enquanto os principais centros financeiros, Cingapura, Suíça e Grã-Bretanha ganharam em *market-share*. A participação do Japão e do EUA caíram (BIS, 2007).

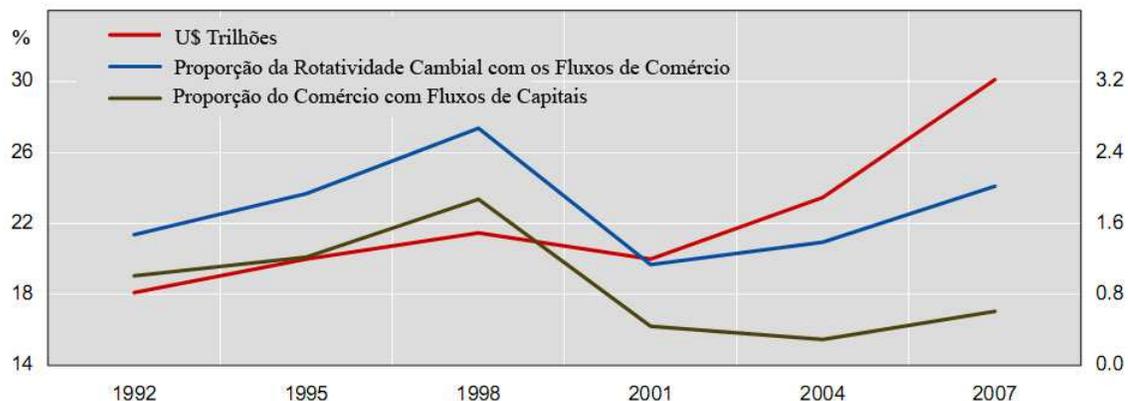


Figura 1 - Rotatividade Diária no Mercado de Divisa Global.

Fonte: BIS, *Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 2007.

A interdependência global dos mercados financeiros é resultante de cinco fatores principais. O primeiro fator é a desregulamentação dos mercados financeiros na maioria dos países e a liberalização das transações internacionais. O processo decisivo para a desregulamentação financeira foi o chamado “Big Bang” da cidade de Londres em 27 de outubro de 1987. Essa nova liberdade financeira permitiu que mobilizasse capitais de todas as fontes de qualquer lugar para ser investido em qualquer lugar (HELLEINER, 1996).

O segundo elemento é a criação da infra-estrutura tecnológica que gera a capacidade de processamento em alta velocidade dos modelos necessários para lidar com a complexidade das transações. O terceiro fator resulta da natureza dos novos produtos financeiros, tais como derivativos (futuros, opções, *swaps*, e outros produtos complexos). Os derivativos podem ser considerados culpados pelo aumento da volatilidade nas redes financeiras globais pela sua complexidade e interconectividade entre vários países.

O quarto elemento são os movimentos especulativos de fluxos financeiros, movimentando-se rapidamente para dentro e para fora de determinado mercado para aproveitar diferenças em valorização ou evitar uma perda, assim ampliando tendências do mercado, em ambas as direções, e transmitindo esses movimentos aos mercados ao redor do mundo. Nesse novo ambiente, as organizações financeiras, originalmente configuradas para opor-se ao risco, tais como fundos de hedge, tornaram-se uma das principais ferramentas da integração global, da especulação e de instabilidade financeira.

Em quinto lugar, as firmas de avaliação de mercado, tais como Standard & Poors, Moody’s e Fitch, também são fortes elementos de conectividade entre os mercados financeiros. Ao classificar os países, títulos, ações e certificados segundo padrões de confiabilidade, costumam ditar regras em comum aos mercados de todo o mundo. Suas

classificações costumam disparar movimentos em certos mercados e, então espalhar-se por outros mercados.

É o desempenho do capital nos mercados globalmente interdependentes que condiciona o destino das economias em geral (basta verificar os efeitos da crise recente do mercado imobiliário americano). Esse desempenho não depende inteiramente de normas econômicas. Os mercados financeiros, com suas imperfeições e falhas, só atendem parcialmente às leis da oferta e da procura. Os movimentos nos mercados financeiros são o resultado de uma combinação complexa de leis de mercado, estratégias empresariais, regulamentos, “maquinações” de bancos centrais e manobras especulativas e informações turbulentas.

2.2 Boom e Colapso

[...] *and there were seven cows, fat and sleek coming out of the Nile ... And then seven other cows came up, behind them, starved, very wretched and lean ... The lean and wretched cows ate up the first seven fat cows.* Genesis, 41.18-19

A citação bíblica acima sugere a persistência de ciclos de *boom e colapso* ao longo da história econômica. Porém, durante as décadas de 1980 e 1990, a persistência e amplitude desses ciclos vêm aumentando significativamente. Especificamente, durante a década de 1990, a euforia dos mercados, especialmente com a desregulamentação e liberalização financeira dos países emergentes, atingiu seu ápice nas economias do leste asiático. O colapso das bolhas está mudando o rumo do debate sobre a reforma do sistema financeiro internacional, a crise asiática.

A bolha dos anos 90, para Stiglitz (2003), se diferenciou muito das bolhas que ocorreram no passado. Havia razões de sobra para um otimismo nos mercados. Os investimentos em pesquisa estavam finalmente sendo recompensados e a produtividade estava aumentando. Além disso, o desemprego estava em constante queda, mas a competição continuava a crescer, e, assim a inflação foi mantida sobre controle. A economia estava mostrando sinais que ela realmente estava forte. Porém, esta economia acabou se tornando uma economia de bolha insustentável que poderia ter sido evitado com uma melhor gestão do sistema.

O *boom* ocorrido nos anos 90 foi uma “bolha clássica”: os preços dos ativos estavam totalmente desproporcionais aos seus respectivos valores reais. As bolhas de mercado sempre

se baseiam em certa “exuberância irracional”². Investidores dos anos 90 estavam dispostos a gastar bilhões de dólares em IPOs³ para companhias que raramente, ou jamais, haviam obtido lucro. Não há uma instituição ou Estado que poderia ser diretamente responsabilizadas pelas ocorrências de exuberâncias irracionais. Entretanto, há autoridades, instituições e agentes que poderiam ter sido responsabilizados por não se ocuparem das consequências.

É de conhecimento geral que a exuberância irracional é gerada pela má informação, e essas informações ruins são resultado das péssimas práticas contábeis. Os sistemas contábeis, até a década de 1990, eram propriamente limitados o que abria espaço para práticas oportunistas. Ocorreram batalhas para garantir que fossem oferecidas melhores informações aos atuantes do mercado. Porém, haviam forças poderosas alinhadas do outro lado (as empresas de auditoria e as instituições financeiras) e elas procuravam alianças para garantirem que suas intenções tivessem êxito. Portanto, os interesses de curto-prazo prevaleceram sobre os interesses gerais de longo-prazo para fortalecer o sistema financeiro global, gerando, assim, conflitos de interesse que marcaram profundamente este período.

A década de 90 foi um período no qual a irracionalidade tomou conta do mercado financeiro e muitos bancos adquiriram e distribuíram péssimas ações e títulos, e alguns dos principais bancos se envolveram em diversos escândalos, entre eles: J. P. Morgan Chase, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Citigroup e Goldman Sachs. Porém, para administrar essa crise, o procurado-geral do Estado de Nova York (Eliot Spitzer) criou a *Global Resolution of Wall Street Investigations*⁴ (Resolução Global de Investigações em Wall Street), na qual os bancos citados foram multados em US\$ 1,4 bilhões⁵. Este acordo, um dos maiores negociados com as principais agências regulatórias, teve o intuito de reestruturar a confiança e a integridade para o investidor no mercado, e incluiu uma seleção de reformas estruturais abrangentes, tais como:

² O termo “exuberância irracional” derivou-se de algumas palavras do então presidente do FED, Alan Greenspan, durante uma palestra intitulada “*The challenge of central banking in a democratic society*” em 5 de dezembro de 1996. Durante a palestra ele disse “*But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the last decade?...We as the central bankers need not to be concerned if a collapsing financial asset bubble does not threaten to impair the real economy, its production, jobs and price stability.*”. Mais sobre o assunto ver SHILLER (2000)

³ IPO é a sigla para a expressão em Inglês Initial Public Offering (Oferta Inicial Pública) que significa a abertura do capital de uma empresa no mercado acionário. Um IPO é uma possibilidade criada para que as empresas possam capitalizar-se através da Bolsa de Valores. O IPO, como a sigla indica, trata das ofertas primárias de ações.

⁴ A *Global Resolution of Wall Street Investigations* foi aprovada no início do milênio após pesquisas e investigações que revelaram que os problemas financeiros estavam persistindo e as principais instituições financeiras estavam rotineiramente distribuindo informações assimétricas referente a investimentos (Townsend, 2004)

⁵ Para mais informações referentes aos valores multados de cada empresa de investimentos ver tabela no anexo II

- Distinção definida entre os departamentos de pesquisas e de *investment banking* - *investment banking* não poderá influir nas avaliações dos analistas e compensações;
- Novos mecanismos que forneçam pesquisas independentes aos investidores individuais, o que garantirá que os investidores tenham referências alternativas;
- Transparência de informações avaliativas – análises confeccionadas por firmas de investimentos serão publicadas a cada bimestre e disponibilizadas na internet para que os investidores possam comparar informações de cada firma;
- Proibição de *Spinning*⁶ em IPOs (*initial public offerings*) – Firms de investimentos não poderão fornecer para executivos e diretores de empresas públicas acesso preferencial às ações do IPO de corporações dos quais eles já prestaram serviços bancários corporativos;
- Monitores individuais - em cada firma de investimento, para relatar irregularidades com os termos do acordo e
- Educação de investimentos – programas para auxiliar investidores individuais a se protegerem de fraudes corporativas.

Como nos EUA vários setores encontravam-se numa situação na qual o sistema regulador estava ultrapassado, a onda de desregulamentação angariou forte apoio político. Os incentivos distorcidos, como resultado da desregulamentação, combinados com a exuberância irracional, criaram um campo fértil para novos investimentos financeiros que propiciaram a situação ideal para inflar ainda mais a bolha. Assim, bilhões de dólares foram feitos da valorização de ações no mercado de capitais às custas dos acionistas comuns. Quando os impostos sobre ganhos de capitais foram cortados, os investimentos considerados de especulação inundaram o mercado e, portanto, a bolha inflava cada vez mais, especificamente durante os Governos republicanos de Reagan e Bush I nos quais programas de regulamentação eram praticamente “crucificados” (STIGLITZ, 2003).

Há duas razões principais para grande fracasso da economia no final dos anos 90: a perda de vista do papel equilibrador do Governo e o crescimento a baixo custo.

Os mercados são responsáveis por enormes benefícios e foram responsáveis pela imensa melhoria do padrão de vida ao longo do século passado, mas têm suas limitações e, às vezes, as limitações não podem ser ignoradas. Há inúmeras falhas de mercado que precisam

⁶ *Spinning* ocorre quando o coordenador principal de um IPO fornece uma quantidade das ações de um IPO “quente” na conta-corrente pessoal de um investidor individual que, na qualificação de um diretor ou executivo de uma corporação, pode redirecionar os ganhos ou as ações para o coordenador principal.

ser geridas. Quando a estrutura da economia evoluiu à forma de economia da informação as limitações dos mercados tornaram-se cada vez mais importantes. Devido à existência de informações imperfeitas é difícil monitorar e ter certeza de que um agente faz aquilo que o mercado supunha que ele fizesse, e nos anos 90, ocorreu com frequência exatamente o oposto que o mercado previu que ele fizesse.

O que estava na raiz do problema dos “exuberantes anos 90” foi o pouco que o Governo fez, ou seja, a ausência do Estado. A regulamentação, criada com a intenção de proteger os mercados contra eventuais riscos, do Governo deve desempenhar um importante papel no sentido de melhorar o funcionamento dos mercados. Porém, a ideologia do livre mercado, que auxiliou no crescimento da bolha, impediu a prevenção dos problemas que deram origem a bolha (RADELET E SACHS, 1998).

Por fim, Stiglitz (2003) afirma que os anos 90 foram marcados pela tentativa equivocada de conseguir crescimento a baixo custo. Ao invés de reduzir o consumo para se evitar desequilíbrios macroeconômicos, os EUA contraíram grandes empréstimos do exterior, no ritmo estimado de um bilhão de dólares ao dia. O autor também sugere que muitos dos investimentos feitos com esses empréstimos foram direcionados para as “ponto-com” evidenciando práticas puramente especulativas.

2.3 Desregulamentação na Década de 1990

Durante a década de 1980 a convergência da desregulamentação global do sistema financeiro, a disponibilidade de novas tecnologias da informação e as novas técnicas de gerenciamento transformaram a natureza dos mercados de capitais e aumentou significativamente o volume de fluxos financeiros internacionais. Assim:

O mesmo capital é transportado de um lado para outro entre as economias em questão de horas, minutos e, às vezes segundos. Beneficiados pela desregulamentação, desintermediação e abertura dos mercados financeiros internos, poderosos programas computacionais e habilidosos especialistas em computadores/analistas financeiros a postos nos nós globais de uma rede seletiva de telecomunicações literalmente participam de jogos com bilhões de dólares. A principal sala de carteados desse cassino eletrônico é o mercado monetário, que explodiu na última década, tirando vantagem das taxas de câmbio flutuantes. Em 1998, US\$1,3 trilhões foram movimentados todos os dias no mercado monetário.” (CASTELLS, 2006, p. 528)

Esses “jogadores globais” não são especuladores desconhecidos, mas grandes bancos de investimentos, fundos de pensão, empresas multinacionais e fundos mútuos organizados para investimentos *off-shore*. Uma vez que esses agentes gerem turbulências no mercado deferindo ataques especulativos, seus ganhos podem ser enormes. Assim o tempo, na década

de 1990, virou uma ferramenta crucial para a geração de lucros em todo o sistema. E este sistema é caracterizado por uma “seqüência implacável de compras e vendas” que gera certa circularidade temporal dentro do sistema.

Sendo assim, o financiamento do sistema financeiro global opera com base nos fusos horários, com Londres, Nova York e Tóquio ancorando os três turnos do capital. Além disso, um número significativo e crescente de transações financeiras baseia-se na geração de valor a partir da captação do tempo futuro nas transações presentes, como nos mercados futuros, opções e outros mercados de derivativos. Com a desregulamentação forçada em várias áreas do mundo, esses novos produtos financeiros aumentaram drasticamente a massa de capital nominal e, conseqüentemente, os depósitos e ativos bancários.

Castells (2006) afirma que as conseqüências dessa “digressão aparentemente abstrata” sobre tempo e capital são cada vez mais sentidas nas economias e na vida diária em todo o mundo: crises monetárias recorrentes, introduzindo uma era de instabilidade econômica estrutural. A inabilidade de o investimento de capital prever o futuro prejudicou os incentivos para investimento produtivo. Assim, os lucros na produção de bens e serviços e as rendas geradas na esfera de circulação estão sendo transferidos, a parcelas cada vez maiores, da “poupança mundial” para o “jogo financeiro”.

Nas últimas três décadas, houve imensas crises e a maioria dessas crises foram provocadas por alguma forma de desregulamentação ineficiente. Não há nenhuma dúvida que as recessões do início deste século resultaram da desregulamentação dos anos 90.

Os erros da desregulamentação custaram muito e para os Governos dos países em desenvolvimento que foram obrigados a concertar esses erros de desregulamentação e tiveram que sacrificar uma grande parcela dos seus PIBs.

Stiglitz (2003) mostra que a década de 90 foi o momento certo para propor a regulamentação pelos *policy-makers*, porém a demanda pela desregulamentação existia há muito tempo a década de 90 propiciou a oferta. O mundo estava mudando rapidamente e muitas das regulamentações adotadas há mais de setenta anos precisavam ser mudadas e “fora de moda”. Porém, a regulamentação ajuda a garantir que os mercados funcionem eficaz e competitivamente, impede que as empresas tirem vantagem do seu poder de monopólio, ajuda a conter os conflitos de interesses e as práticas abusivas, de modo que os investidores possam estar confiantes que o mercado propicia um jogo de iguais e que aqueles que deveriam defender seus interesses realmente o façam.

Portanto, o que era realmente necessário na década de 90 era uma reforma da regulamentação já existente.

A grande bolha de investimentos dos anos 90 foi diretamente influenciada pela forte onda de desregulamentações. O melhor exemplo de *boom* e colapso orquestrado pelas desregulamentações é o caso do setor de telecomunicações (impulsionada pelas campanhas bilionárias de *lobby*). Entre 1992 e 2001, a participação relativa desta indústria na economia dobrou, gerou dois terços dos novos empregos e um terço dos novos investimentos foi dirigido para este setor. Entretanto, quando veio a recessão em 2001, meio milhão de pessoas da área de telecomunicação encontraram-se desempregadas, houve uma perda de dois trilhões de dólares em valor de mercado e o índice Dow Jones de tecnologia de comunicação apresentou uma queda de 86% (Stiglitz, 2003, p. 114).

Assim “a desregulamentação em telecomunicações desencadeou uma Corrida do Ouro; a desregulamentação no setor bancário permitiu que a corrida ficasse fora de controle” (STIGLITZ, 2003, p.15). A regulamentação inadequada da atividade contábil permitiu que a disputa tomasse uma direção equivocada. Como há a vantagem do primeiro a entrar no mercado, ocorreu um superinvestimento que ajudou a criar o excesso de capacidade que resultou na retração econômica americana de 2001. Argumentava-se que as novas tecnologias tornariam a regulamentação desnecessária, que a competição garantiria preços mais baixos. Os defensores da desregulamentação sabiam que este não era o caso, eles acreditavam que havia lucros enormes a serem obtidos e queriam ter certeza de que as novas regulamentações deveriam ser criadas para garantir tais lucros. Foram investidos, até 2001, US\$ 65 bilhões em centenas de diferentes empreendimentos. Entretanto, este investimento era insustentável.

Sabe-se que as complexidades econômicas que surgiram nos anos 90 (novas tecnologias, novos instrumentos financeiros e uma economia global mais integrada) aumentaram as exigências ao velho sistema de regulamentação e, portanto, era de suma importância mudar. Mas, a maioria das autoridades acreditava cegamente que o mercado poderia lidar com qualquer problema, e que o Governo pioraria as coisas.

Portanto, os anos 90 foram marcados por más práticas contábeis e desregulamentação mal planejada. A consequência foi que ao invés do mercado gerar riqueza sustentada, houve aumento da volatilidade e do risco. Sem a regulamentação, bancos pequenos preocupados com a sua sobrevivência assumiram grandes riscos e apostaram em ganhos enormes, sabendo que quem pagaria o prejuízo seriam terceiros. As regulamentações foram impostas por causa de alguma falha do mercado. A eventual retirada da regulamentação não removeria tal falha

2.4 Assimetria de Informação

A assimetria de informação provoca outro efeito no mercado: o risco moral (moral-hazard)⁷. O risco moral coloca-se como risco para o prestador quando existe a possibilidade de quem toma o empréstimo utilizá-lo em outras atividades, diferentes daquelas que são o objetivo previamente estabelecido no contrato. O risco moral se trata:

[...] de um problema de informação assimétrica que surge após a ocorrência da transação: o prestador corre o risco de que o emprestante, após receber o empréstimo, se engaje em atividades indesejáveis do ponto de vista daquele; uma vez obtido o empréstimo, o emprestante pode desenvolver atividades mais arriscadas, as quais, muito embora ofereçam retornos potencialmente maiores, oferecem riscos igualmente maiores. (CANUTO e LIMA, 1999, p. 13)

No sistema financeiro, tem-se como exemplo o problema do prestador de última instância, no qual os bancos centrais, quando atuam como prestadores de última instância, podem levar as instituições financeiras a correrem mais riscos do que correriam se não fossem amparadas por empréstimos em caso de insolvência temporária.

Na década de 1990, os mercados de capitais e de seguros, em geral, não eram perfeitos, bem como os mercados futuros eram incompletos. No caso dos mercados futuros é a existência de falhas informacionais relativas à qualidade dos produtos e sua distribuição que inibem seu desenvolvimento e uso.

As principais consequências diretas disso são, de um lado, a de que o risco dos agentes econômicos não pode, em geral, ser integralmente transferido para outros agentes por meio dos mercados de ações ou de seguros, a não ser a um custo elevadíssimo do ponto de vista econômico; e, de outro, o mecanismo de preços não é o único coordenador das decisões econômicas dos agentes.

Num sistema financeiro, baseado nas forças do mercado, deveria haver forças poderosas operando para eliminar comportamentos “mal intencionados” de credores e devedores. Quando um banco empresta em excesso, ou seja, além de seus limites, ele deveria encarar um aumento de custos e/ou uma diminuição da disponibilidade de fundos; este aumento do *risk premium*, por sua vez, deveria induzir o devedor a reduzir a sua exposição aos riscos e colocar a “casa em ordem”. Ao mesmo tempo, prestadores, investidores e administradores de carteiras que tomam decisões e fazem empréstimos “ruins” deveriam ser penalizados de tal forma a não cometerem os mesmos erros no futuro (ROTHSCHILD e STIGLITZ, 1976).

⁷ O risco moral ocorre quando os credores, sabendo que provavelmente serão socorridos após as crises, são menos cuidadosos, cautelosos e muito menos criteriosos na concessão de seus empréstimos; e os tomadores de empréstimos, sabendo que, se um número suficiente deles não adquirisse seguro contra depreciações na taxa de câmbio também seriam socorridos pelo FMI ou alguma outra instituição prestadora de última instância.

Entretanto, na prática, a falta de informação e problemas de risco moral afetam a maneira como a disciplina de mercado é regida e faz com que o mercado opere de forma mais lenta e “draconiana”. Assim, os participantes do mercado não conseguiram avaliar a saúde financeira dos devedores corretamente, e os devedores, sabendo que não serão obrigados a fornecer certos tipos de informações financeiras publicamente, esconderam “estatisticamente” os seus problemas. Neste contexto, há “risco moral” quando o fornecimento de um seguro ou crédito por um prestador de última instância enfraquece o juízo de responsabilidade por suas próprias ações⁸. No período pré-crise na Ásia, dados publicados que apresentavam as reservas internacionais brutas, induziram a uma impressão enganosa sobre a real situação líquida das reservas internacionais da Tailândia e da Coreia do Sul⁹.

Problemas que geraram risco moral e que enfraqueceram a disciplina de mercado foram também presenciados durante o pacote financeiro emergencial de US\$ 50 bilhões fornecido ao México. Os detentores dos *Tesobonos*¹⁰ (após a crise) foram permitidos a saírem com prejuízos limitadíssimos após o resgate do FMI. A comunidade internacional comprometeu US\$ 190 bilhões nos pacotes de resgate emergencial para Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul, Rússia, e Brasil, e alguns outros fundos permitiram que os detentores de títulos de curto-prazo tivessem uma saída muito menos custosa¹¹ (GOLDSTEIN et al, 1999).

A presença de assimetria de informações nos mercados de capitais, com suas implicações sobre os comportamentos de aversão a riscos dos agentes econômicos, possui parte das responsabilidades tanto nas flutuações de investimento das firmas, como na oferta de fundos para financiá-los. Isto porque tais assimetrias, ao tornarem difíceis a diversificação e transferência dos riscos na economia, influem na forma e no volume de captação de recursos dos agentes econômicos. Assim, mudanças na percepção dos níveis de riscos decorrentes de choques levarão as empresas a rever seus programas de produção e investimento e os bancos a racionar crédito.

Rothschild e Stiglitz (1976) explicam quais são os mecanismos de propagação dos choques econômicos. Estabelece como “microfundamentos” para a compreensão das

⁸ Se os participantes de mercado esperam a inadimplência dos devedores com problemas financeiros, então a taxa de juros refletirá o *creditworthiness* do credor (não do devedor), e os credores terão poucos incentivos para monitorar a condição financeira dos devedores (Goldstein, 1999).

⁹ A razão disso é que havia um número considerável de compromissos “não publicados” no mercado de câmbio e porque o Banco da Coreia depositou suas reservas internacionais em suas filiais no exterior que apresentavam problemas de liquidez. Além do mais, os dados das dívidas externas do setor corporativo não-bancário eram inadequados. A estimativa oficial da porcentagem de *nonperforming loans* no sistema bancário coreano em 1996 era de apenas 0,8% (10-20 vezes menores do que as avaliações dos analistas independentes) (Goldstein, 1999).

¹⁰ Tesobonos

¹¹ Uma pesquisa recente estima que US\$ 20 bilhões em garantias do governo coreano foram redirecionados aos famosos *chaebols* (FMI, 2003)

flutuações econômicas a aversão a riscos de empresas e bancos, devido às informações imperfeitas nos mercados de ações e de créditos. Os comportamentos de aversão a riscos de falência dos bancos e firmas, em um ambiente onde há significativas imperfeições nos mercados de capitais, constituem os “microfundamentos” da explicação do porque de pequenos choques na economia originarem significativas flutuações econômicas, mesmo que haja flexibilidade de salários e preços.

Os mercados financeiros, para funcionarem de forma eficaz, precisam ser adequadamente disciplinados para que o sistema se torne mais confiável, estável e robusto. Entretanto, se não há informações sobre os agentes do mercado (tomadores de crédito, por exemplo), é só depois de um ataque à moeda, uma suspensão de pagamento de dívida ou uma corrida aos bancos que se fica sabendo que o devedor não tem disposição ou capacidade de manter a sua posição. Na medida em que a informação é assimétrica, haverá risco moral e seleção adversa.

2.5 Globalização, Liberalização e Fluxos de Capitais

Nós estamos passando pela segunda grande era da globalização financeira. Por qualquer método de comparação em relação à globalização financeira, os mercados de capitais internacionais eram mais abertos em 1914 do que em qualquer momento até 1970¹². Porém, estamos vivendo, nessa segunda era da globalização financeira, um mundo que possuiu uma sofisticação infinitivamente mais avançada do que qualquer outra época. Houve uma explosão de instrumentos financeiros baseados em derivativos.

A economia global é uma nova realidade histórica, diferente da economia mundial descrita por Fernand Braudel (1967), é uma economia com capacidade de funcionar como uma unidade de tempo real, em escala planetária. Foi apenas no final do século XX que a economia mundial conseguiu tornar-se verdadeiramente global com base na nova infraestrutura, propiciada pelas tecnologias da informação e da comunicação, e com a ajuda das políticas de desregulamentação e da liberalização postas em prática pelos Governos e pelas instituições internacionais. A globalização se deu, essencialmente, por conta de que a economia está organizada em torno de núcleos globalizados (principais centros financeiros, comerciais e de produção transnacional). Assim, a economia global é: “como uma economia

¹² A primeira grande era da globalização começou com a invenção do telégrafo. Quando se analisa quando as taxas de retornos começaram a se ajustar simultaneamente, foi justamente quando o telégrafo surgiu. A diferença hoje, é que ao invés de informações demorarem minutos para serem transmitidas, elas demoram microssegundos (FISCHER, 2006).

cujos componentes centrais têm a capacidade institucional, organizacional e tecnológica de trabalhar em unidade e em tempo real, ou em tempo escolhido, em escala planetária” (Castells, 2006, p. 143).

Como a Figura 2 mostra, durante a década de 1990, o processo da globalização foi extremamente acelerado através de um índice que mostra o nível de integração financeira internacional para países em desenvolvimento. Esse processo se deu devido a três fatos: o aumento do investimento estrangeiro direto¹³, o papel dos grupos empresariais multinacionais como produtores na economia global e a formação de redes globais de produção.

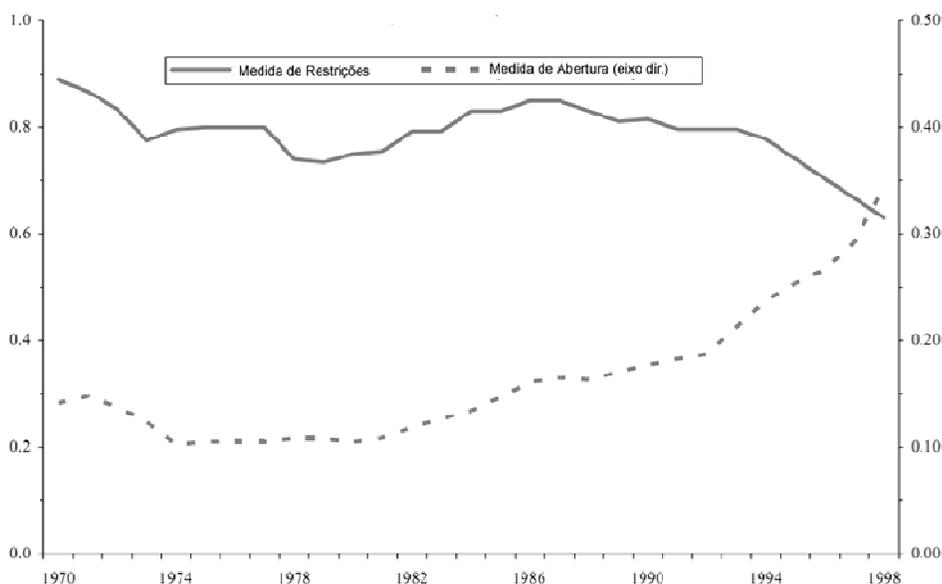


Figura 2 - Índice de Integração Financeira de Países em Desenvolvimento (1970-1998)

Fonte: Kose et al. (2003)

2.5.1 Tendências à Liberalização

A década de 1980 foi marcada por ações dramáticas de liberalizações financeiras pelas economias mais avançadas quando essas eliminaram controles de capitais que dominavam os mercados por mais de meio século. Assim, já no começo dos anos 90, o acordo restritivo de Bretton Woods já se encontrava sem imposição nenhuma, e os países industrializados já possuíam um grau de relações financeiras totalmente liberalizadas.

O movimento da tendência em direção a uma economia global liberalizada teve origem com uma iniciativa britânica em 1979 que aboliu seu sistema de controle de capitais

¹³ Os investimentos estrangeiros diretos aumentaram em cerca de quatro vezes entre 1980 e 1995. Além do mais, esses investimentos dobraram a sua fatia na formação do capital mundial de 2% na década de 1980 para 4% em meados da década de 1990.

(que tinha mais de 40 anos de funcionamento)¹⁴. Durante a década de 1980, países como o Japão, progressivamente, liberalizaram seus controles de capitais, que desde os anos 30 eram considerados rígidos e inflexíveis. Enquanto os Estados Unidos já tinham eliminado seus controles de capitais em 1974, o Japão e a Inglaterra foram obrigados a tomar iniciativas liberalizantes mais ousadas e significativas, a fim de tornar Londres e Tóquio centros financeiros internacionais liberais¹⁵. Duas decisões integraram os mercados financeiros doméstico e *off-shore* britânicos na década de 1980. Primeiro foi a decisão de abolir o sistema de controles cambiais em 1979 (a abolição dos controles cambiais foi favorecida pelos “advogados do neoliberalismo” em defesa da “liberdade individual”). Com os Estados Unidos também abolindo seu sistema de controle de capitais, o mercado de capitais britânico sentiu sua competitividade ameaçada como um centro financeiro internacional. A segunda decisão foi a de permitir a abertura do *London Stock Exchange* para empresas de *securities* estrangeiras em 1987¹⁶.

2.5.2 Fluxo de capitais

Durante a década de 1990, México, Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia, Malásia, Filipinas, Brasil, e Rússia, foram os países mais afetados pelas crises financeiras. Duas características que marcaram as crises financeiras da década de 1990 incluem o fato de que os países afetados pela crise são definidos como “em desenvolvimento” e que suas respectivas crises coincidiram com a introdução de medidas de liberalização financeira que impulsionaram os influxos de capitais a essas economias, principalmente de curta maturidade. Reformas como estas permitiram que investidores internacionais, em busca de maiores retornos, tivessem a liberdade de investir em economias em desenvolvimento consideradas de alto-risco.

Os fatores “*push*” de fluxos de capital internacional e os fatores “*pull*”:

O Crescimento dos fluxos de capital privado para países em desenvolvimento no começo da década de 90, refletiu o efeito “*push*” dos eventos nos principais países

¹⁴ Esta operação britânica foi imitada pela Austrália e Nova Zelândia em 1984-85. Vários países europeus continentais iniciaram programas de liberalização financeira em meados da década de 1980 e, em 1988, todos os membros da comunidade europeia tinham se comprometido em abolir por completo seus controles de capitais em dois anos (Helleiner, 1996).

¹⁵ A *Organization of Economic Co-operation and Development* (OECD) marcou um papel importante como promover a liberalização das contas de capitais entre os países industrializados (BIS, 2006).

¹⁶ Esta operação foi conhecida como o “Big Bang” do mercado financeiro. Para aumentar a atratividade de Londres como um centro financeiro global foram abolidas as comissões fixadas dos intermediários e agentes econômicos. A abolição desses controles obviamente demonstrou a falta de competitividade do London Stock Exchange em relação às atividades financeiras de Nova York (HELLEINER, 1996)

industrializados (concorrência e aumento de custos em mercados domésticos e desaceleração econômica nos Estados Unidos devido ao aumento da taxa de juros), e os fatores de “pull” dos países em desenvolvimento (CHARETTE, 2002, p. 2)¹⁷.

O Tesouro dos Estados Unidos, o Banco Mundial, e o FMI possuíram o papel “*push*” central em convencer os países em desenvolvimento durante a década de 1980 e 1990 para abrir os seus mercados de capitais para investimentos estrangeiros. As medidas de liberalização financeira são manifestadas em regimes políticos que incluem: estabilidade da taxa de câmbio, abertura da conta de capitais, e taxa de juros elevada para atrair investimentos externos (RODRIK e VALESCO, 1999).

A alta volatilidade de fluxo de capitais privados foi uma tendência que marcou a década de 1990. Há alguns bons e péssimos resultados da ocorrência deste fluxo elevado de capitais. Durante a década de 1990 houve várias melhorias em fundamentos econômicos que fizeram economias em desenvolvimento aparecerem mais atrativas aos investidores do que, por exemplo, na década de 1970 ou no começo da década de 1980 (melhores índices de crescimento, taxas de inflação mais estabilizadas, uma melhor atuação do setor exportador, abertura das contas de capitais, mais privatizações e liberalizações comerciais).

Por outro lado, as razões pelas quais os aumentos dos fluxos de capitais privados foram considerados negativos é que esta circulação livre representou uma busca incessante por rendimentos cada vez mais altos conforme haviam flutuações das taxas de juros dos países avançados.

Esta lista nos diz que esses fatores que contribuíram para o aumento da volatilidade de fluxos de capitais privados, até algum grau, foram naturais. Eles refletem a maneira pela qual os participantes de mercado reagem às novas informações e oportunidades, bem como a maneira que os países e mercado interagem entre si. Porém, a principal preocupação está nas volatilidades excessivas dos fluxos de capitais. As preocupações com o excesso de volatilidade em economias emergentes focam em quatro principais problemas: defesas enfraquecidas contra fluxos de curto-prazo em países emergentes, políticas que incentivam a fluxo de capitais de curto-prazo, avaliações de risco e créditos pobres e péssimas por parte dos países avançados, e um suporte emergencial de liquidez inadequado para vítimas dos efeitos de contaminação de crises financeiras. Fluxos de curto-prazo, para economias em desenvolvimento, fornecem um risco porque a curta maturidade cria uma facilidade para que

¹⁷ Tradução livre do autor.

os investidores corram no primeiro sinal de problemas com a economia em questão¹⁸. A Tabela 1 exemplifica melhor a composição das dívidas externas por região.

Tabela 1 - Composição das dívidas externas por região (1988 – 1997)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Asia/Pacific										
Curto Prazo (Banco Com.)	13.6%	14.8%	18.7%	20.3%	22.0%	21.8%	22.4%	26.0%	29.2%	23.8%
Curto Prazo (outros)	6.8%	6.6%	6.0%	6.0%	5.4%	6.4%	4.7%	4.3%	4.2%	4.0%
Médio-Long Prazo	79.6%	78.6%	75.2%	73.7%	72.5%	71.8%	72.9%	69.6%	66.6%	72.2%
Latin America										
Curto Prazo (Banco Com.)	9.3%	8.0%	8.9%	8.5%	10.3%	11.1%	12.4%	13.9%	15.0%	15.2%
Curto Prazo (outros)	3.1%	9.6%	9.4%	12.5%	12.7%	14.0%	12.4%	8.3%	6.9%	4.9%
Médio-Long Prazo	87.6%	82.4%	81.7%	79.0%	77.0%	75.0%	75.2%	77.8%	78.1%	79.9%

Fonte – Rodrik e Valesco (1999).

O aumento de dívidas em curto-prazo teve sua participação mais concentrada na América Latina e na Ásia. Como podemos ver, na América Latina, a porcentagem de dívidas de curto-prazo se estabilizou a partir de 1994 quando houve a crise financeira do México. Porém, na região da Ásia e Pacífico, as dívidas de curto-prazo se acumularam até 1997 com o início da crise asiática.

Porém, a Tabela – 2 nos mostra a participação dos fluxos de capitais para fora dos países, ou seja, os capitais que foram retirados no auge das principais crises financeiras ocorridas durante a década de 1990. Analisando, vemos que as participações das dívidas de curto-prazo em relação ao PIB foram extremamente altas nesses países com economias emergentes. Na seção de baixo, também podemos analisar que as médias da retiradas de capitais em outros casos que o valor é muito mais baixo.

¹⁸ Algumas pesquisas apontam que os fluxos de capitais de portfólios para países emergentes nos últimos 15 anos mostraram-se mais voláteis que fluxos de investimento direto externo (IDE), e que fluxos de capitais de curto-prazo responderam mais dramaticamente a distúrbios financeiros do que os IDE. Comportamentos durante a crise asiática de 1997-98 demonstram as conclusões dessas pesquisas; enquanto os IDE líquidos para países emergentes aumentaram de U\$ 119 bilhões em 1996 para U\$ 135 bilhões em 1998, fluxos de portfólios caíram de U\$ 81 bilhões para U\$ 36 bilhões, e empréstimos bancários caíram de U\$ 13 bilhões para U\$ 109 bilhões negativos. A explicação para isso é que muitos determinantes importantes para o IDE (Infra-estrutura, capital humano e fatores naturais) não são perturbados durante crises financeiras (Goldstein, 1999).

Tabela 2 - Episódios com alto índices de retiradas de capitais durante a década de 1990.

País	Ano	Fluxos de Capitais de Saída (% PIB)	Dívida de C. Prazo Bancos Comerciais		Outras Dívidas de Curto Prazo	
			(% Reservas Int.)	(% da Dívida)	(% Reservas Int.)	(% da Dívida)
Rússia	1998	n.a.	1.35	0.11	1.73	0.14
Indonésia	1997	5.02	1.41	0.26	0.29	0.05
Filipinas	1997	7.08	0.95	0.19	0.30	0.06
Coreia do Sul	1997	10.99	2.82	0.62	0.02	0.01
Tailândia	1997	10.53	0.95	0.36	0.07	0.03
Ecuador	1996	18.80	0.20	0.02	0.00	0.00
Hungria	1996	7.19	0.17	0.06	0.09	0.03
México	1995	5.71	3.64	0.14	5.91	0.23
Malásia	1994	19.90	0.30	0.22	0.21	0.15
Turquia	1994	11.05	1.70	0.16	1.26	0.12
Venezuela	1994	5.53	0.18	0.04	0.10	0.02
Uruguai	1993	5.43	2.25	0.15	5.78	0.38
Bulgária	1990	5.99	2.95	0.25	0.84	0.07
Hungria	1990	9.41	1.74	0.11	0.91	0.06
Filipinas	1990	7.35	1.99	0.09	2.92	0.14
Uruguai	1990	5.36	1.29	0.09	5.04	0.36
Média		9.02	1.49	0.18	1.59	0.12
Média de outros Casos		--	0.76	0.11	0.71	0.08

Fonte: Rodrik e Valesco (1999).

Enquanto alguns países ainda não fizeram o suficiente para conter os incentivos aos fluxos de capitais de curto-prazo, outros incentivaram tais fluxos. Uma das razões pelas quais a Coreia do Sul sofreu uma avalanche de fluxos de capitais de curto-prazo deveu-se ao fato de que este país possuía controles discriminatórios contra fluxos considerados de longo-prazo¹⁹.

Como pode ser visto na Figura 3, o tamanho, a composição e a distribuição de influxos de capital para países em desenvolvimento sofreram mudanças significativas nas últimas três décadas. Na década de 1970 a maior fonte de financiamento externo a países em desenvolvimento veio de empréstimos bancários oficiais e de pacotes de resgate financeiro. Os financiamentos oficiais continuaram crescendo durante os anos 70, porém os fluxos financeiros privados também se expandiram principalmente na forma de créditos vindos de bancos dos países industrializados²⁰. Essa expansão de financiamento chegou ao fim em 1982, com a retirada de empréstimos bancários dos países emergentes (que resultou nas crises de dívidas soberanas que alastraram os países em desenvolvimento, e foi a principal causa da “década perdida” de 1980). A mudança mais significativa dos capitais veio na forma de fluxos não relacionados à dívida, ou seja, IDE (Investimento Direto Externo) junto os investimentos em portfólio. Esta mudança é devido a participação crescente do setor privado como exportador (AKYÜS e CORNFORD, 1999).

¹⁹ Outra forma de barrar investimentos de longo-prazo é o *risk-weighting system* para bancos comerciais desenvolvido pelo Acordo de Basiléia de capitais de 1988. Porém, para este sistema, que estabelece requisitos de capital mínimo, os fluxos de capitais de curto-prazo possuem um risco relativamente baixo (Goldstein, 1999).

²⁰ Os superávits dos exportadores de petróleo que surgiram após 1973-74 serviram como a principal fonte que os bancos dos países avançados repassaram como forma de financiamento para os países em desenvolvimento (AKYÜS e CORNFORD, 1999).

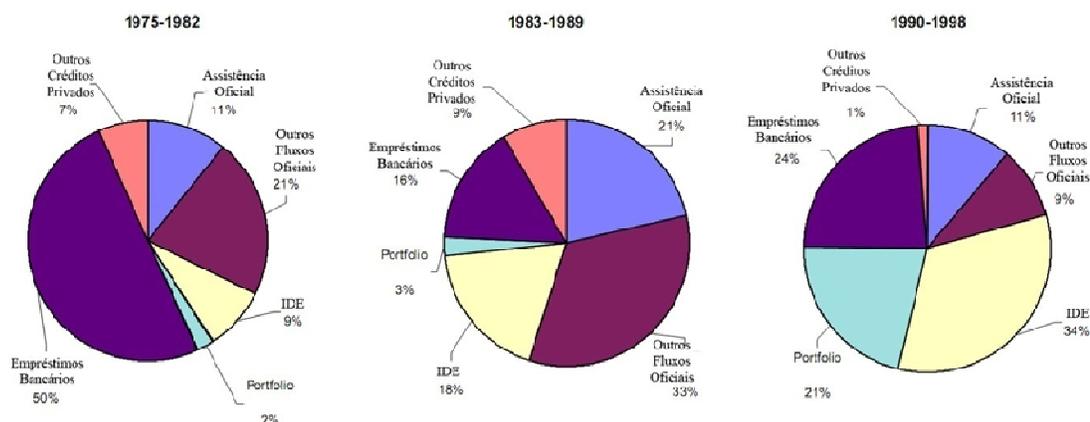


Figura 3 - Países em desenvolvimento: Fluxos de capitais líquidos, por tipo de fluxo.
 Fonte: UNCTAD – Global Development Finance, 1999; Akyüs e Cornford, 1999.

Na década de 1990, o capital privado foi responsável por 80% de todos os fluxos de capitais para países em desenvolvimento. Na Figura 4, pode ser visto que as mudanças da composição de fluxos de capitais oficiais (públicos) para os privados foram acompanhadas pelas mudanças da distribuição entre os países em desenvolvimento e suas regiões. Este movimento se fortaleceu durante os anos 90 até 1997, com o início da crise asiática. De acordo com Akyüs e Cornford (1999), os 20 países que compõe a lista dos mercados emergentes receberam 40% dos fluxos de capitais líquidos durante as décadas de 1970 e 1980. Porém, na década de 1990 esta porcentagem subiu para 90% dos fluxos que imigraram para os países emergentes²¹.

²¹ Os ditos mercados emergentes são compostos pelos seguintes países: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coréia do Sul, Equador, Egito, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, Marrocos, México, Peru, Tailândia, Tunísia, Turquia, Uruguai, e Venezuela.

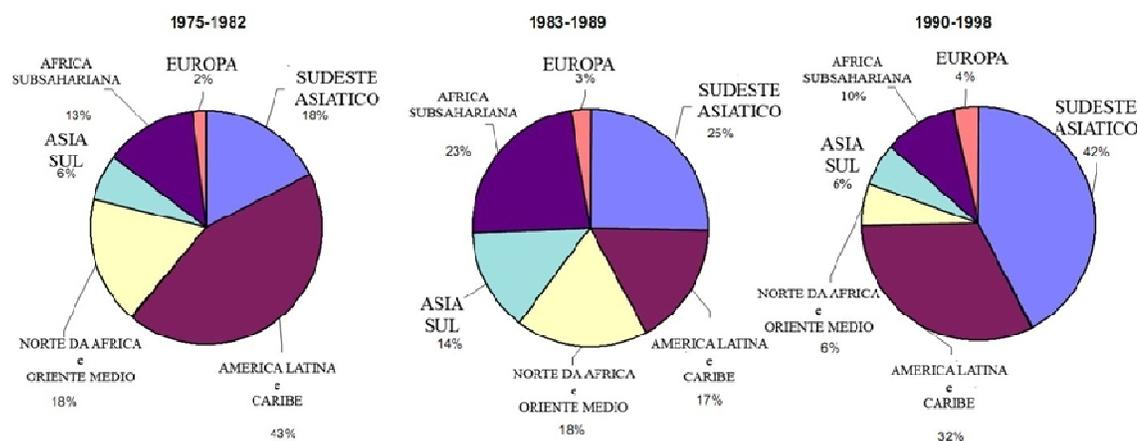


Figura 4 - Países em desenvolvimento: Fluxos de capitais líquidos, por região.
Fonte: UNCTAD – Global Development Finance, 1999; Akyüs e Cornford, 1999.

Os mercados emergentes, além de administrar os influxos de capitais, precisam gerir os fluxos para o exterior (*outflows*). A importância dos *outflows*, através da aquisição de ativos no exterior, depende dos regimes das contas de capitais dos países em questão. Durante a década de 1990, um bom número de países liberalizou os fluxos de capitais para o exterior, permitindo que seus residentes transferissem fundos para ativos de curto-prazo nos mercados financeiros estrangeiros, como também para investimentos como IDE e compras de ativos financeiros de longo-prazo. Como pode ser analisada na Tabela 3, a participação dos fluxos de capitais para o exterior nas transações financeiras está cada vez mais alta.

Tabela 3 - Fluxo de Capitais Líquidos em Países Desenvolvidos e 16 Países com Mercados Emergentes²²

	Todos os países desenvolvidos			Países emergentes	
	1990-1994	1995-1998	1990-1998	1980-1989	1990-1997
Bilhões de dólares					
Influxo de Capitais	825.8	1064.9	1890.6	355.3	1083.8
Fluxo de capitais para o exterior	-142	-435.3	-577.2	-49.6	-256.2
Fluxo líquido de capitais	683.8	629.6	1313.4	305.7	827.6

Fonte: FMI, *World Economic Outlook*, 1998; Akyüs e Cornford, 1999.

²² África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Egito, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Tailândia, Turquia.

Outra característica importante destes fluxos é que, durante a década de 1990, 20% dos fluxos de capitais líquidos foram absorvidos nas reservas internacionais dos países com economias emergentes. Na década de 1980 esta porcentagem era de somente 3% (AKYÜS e CORNFORD, 1999). Esses aumentos podem ser analisados como uma resposta a instabilidade dos fluxos de capitais líquidos, especialmente na forma de investimentos em portfólio de curto-prazo e IDE. As flutuações nas reservas internacionais podem ser analisadas na Figura 5 como resultados das volatilidades desses capitais de curto-prazo. Também pode ser analisado que a partir da década de 1990, muitos dos países se preocuparam em manter as reservas a níveis razoáveis. Porém, em 1994-95, podemos ver que as reservas mexicanas sofreram dramaticamente com o impacto da crise da desvalorização do peso. Em 1997-98, Brasil, Cingapura, Coréia do Sul, Indonésia, Malásia e Tailândia sofreram drasticamente com a crise asiática e com a crise no Brasil. Essas flutuações representam bem o ciclo de *boom – bust* do financiamento externo.

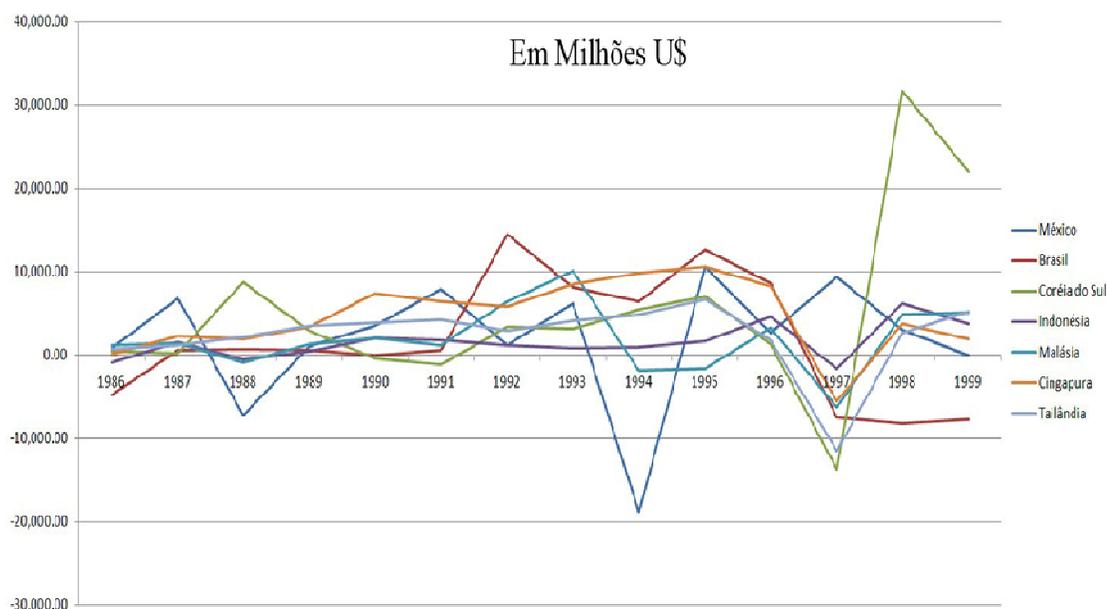


Figura 5 - Reservas Internacionais (menos ouro) de Países Emergentes – 1986 – 1999
 Fonte: UNCTAD, *Handbook of Statistics 2005-2006 On-Line* (2007); Elaboração própria.

Nas crises financeiras da década de 1990, a fragilidade dos países envolvidos residia nas liberalizações financeiras mal preparadas e fluxos de capitais de grande escala em excesso. Esta liberalização incentivou as instituições financeiras a se engajarem em operações

de alto-risco, e as novas injeções de capitais foram os principais combustíveis catalisadores para tais operações²³.

Pouco antes da crise asiática, o G-7, seguindo uma iniciativa do Governo Britânico, apresentou uma proposta de emendas para as Cláusulas de Acordo (*Articles of Agreement*) do FMI para promover a liberalização financeira como um dos objetivos do FMI. Fischer (2006) argumenta que as Cláusulas de Acordo, em referência aos fluxos de capitais, atestam que o FMI pode exigir que um país instale controles de capitais (para prevenir uma crise de balanço de pagamentos), mas não sugere que o FMI deva apoiar a liberalização da conta de capitais.

Não é que a liberalização financeira seja perigosa ou indesejável, e nem é negável que a competição internacional no sistema bancário resulte em mais benefícios e vantagens para as economias emergentes. A questão é que a liberalização em conjunto com fluxos de capitais de grande porte torna-se uma fonte vulnerável se for implementada de uma maneira que ultrapasse a capacidade doméstica de supervisionar o setor financeiro e de construir uma “cultura de crédito”²⁴.

Portanto, estudos recentes apontam a importância de primeiro fortalecer a supervisão prudencial antes e durante a liberalização financeira (RIBAKOVA, 2005). Há um consenso de que esta liberalização, que é necessária para o desenvolvimento financeiro, precisa ser administrada com cautela. Para analisar os efeitos da liberalização em conjunto com variedades de qualidades na supervisão prudencial, Hellman, Murdock e Stiglitz criaram o modelo HMS. Este modelo prega que deve haver duas ferramentas obrigatórias: exigência mínima de capital e tetos para taxas de depósitos.

Durante as crises financeiras da década de 1990, muitos especialistas previram que os países afetados fechariam as suas contas de capitais ao sistema financeiro internacional. Porém, um dos resultados impressionante pós-crise, é que houve poucas mudanças em relação ao nível de abertura das contas de capitais. Quase nenhum país tomou medidas drásticas e fechou suas contas ao resto do mundo. Em uma entrevista, Fischer (2006) perguntou a um Ministro da Fazenda a respeito de um dos países que foram fortemente afetados pela crise: se ele e seus colegas tivessem contemplado a voltar ao sistema de controle de capitais. Ele

²³ Na Tailândia, por exemplo, o *Bangkok International Banking Facility* (BIBF) foi estabelecido em 1993, provido com incentivos regulatórios e fiscais para promover Bangkok a um centro financeiro regional. O BIBF acabou funcionando como uma fonte de empréstimos estrangeiros para as firmas locais, e a dívida externa do sistema bancário tailandês aumentou de 11% do PIB em 1993 para 27% em 1996 (Goldstein, 1999).

²⁴ Como parte dos esforços das economias asiáticas para se recuperarem das crises e eliminar suas vulnerabilidades, os países fecharam os bancos insolventes e recapitalizaram outros, implementando padrões mais exigentes de classificação nas áreas de contabilidade e empréstimos, reduzindo a participação do Estado nos sistemas bancários internacionais; liberalizaram o acesso ao mercado para fornecedores de serviços financeiros internacionais e fortaleceram o sistema de supervisão bancária (FMI, 2000).

respondeu, “Nós já trabalhamos com controle de capitais na década de 1980, e nós não vamos fazer isso novamente; é um sistema ruim, que no fim não resulta em sucesso”.

Porém, Kose et al. (2005), aponta que alguns estudos analisaram os efeitos de controle de capitais e seus efeitos sobre crises financeiras e concluíram que países com controle de capitais são mais sujeitos a crises. Mas, isso pode ser pelo “efeito de seleção” na qual os países com fundamentos macroeconômicos fracos são os que utilizam tais controles para se isolarem dos riscos das crises. Além do mais, os autores estimam que a abertura da conta de capitais reduz a probabilidade de crises cambiais. Assim, eles acreditam que a susceptibilidade das crises, na realidade, cai sobre a relação com o país em desenvolvimento com o resto do mundo, ou seja, o nível de integração internacional (que inclui a volatilidade dos fluxos de capitais de um dado país) que o país possui.

..

2.5.3 *As influências norte-americanas*

As regras do jogo são escritas por instituições econômicas internacionais nas quais países específicos e interesses especiais têm grandes influências. De acordo com Stiglitz (2003), os Estados Unidos fala com frequência do “domínio da lei”, porém os EUA vem mostrando uma constante busca por políticas unilaterais, que em outras palavras, mostra sua rejeição do domínio da lei no nível internacional.

Uma das dimensões da globalização é a interdependência, que leva à necessidade de ações coletivas cooperativas. Cada ação de um país, seja econômica ou ecológica, tem suas repercussões que podem influenciar uma gama de outros países. Stiglitz (2003) argumenta que os EUA relutam em aceitar que as decisões que afetam o mundo todo devam ser tomadas de uma maneira consistente com princípios democráticos e cooperativos.

Embora muitos aspectos da economia global tenham se alterado nos últimos trinta anos, não se critica a construção de uma arquitetura financeira internacional capaz de gerar um ambiente institucional adequado aos novos desafios.

Como mencionado anteriormente, os Estados Unidos conseguiu dois acordos comerciais que aceleraram o processo da globalização. Um dos acordos criou a Área Livre de Comércio da América do Norte (NAFTA) entre o Canadá, México e os EUA²⁵, que catalisou a aprovação do financiamento de socorro da economia mexicana. O segundo criou a Organização Mundial do Comércio (OMC), uma instituição internacional criada para garantir

²⁵ O NAFTA foi considerado o acordo comercial com a mais ampla área de livre comércio do mundo, com 420 milhões de pessoas e um PIB acumulado de US\$ 11,8 trilhões (STIGLITZ, 2003).

que as regras sejam cumpridas no comércio internacional. O resultado foi que esse acordo reduziu metade das barreiras comerciais sobre mercadorias e expandiu a agenda de liberalização comercial.

Entretanto, a gestão da política econômica externa dos Estados Unidos não foi tão triunfante. As políticas externas dos EUA estavam se deteriorando ao longo da década e geraram uma série de problemas econômicos no exterior. A ideologia implantada pelo EUA, especialmente através do FMI, criou um sentimento de injustiça ao redor do mundo. A questão de que se a globalização é uma força para o bem ou para o mal foi amplamente discutida ao longo da década de 1990. Para Stiglitz (2003), ela é uma força necessária, entretanto, precisa ser gerida de maneira correta e, como mostra a história, ela não tem sido.

As políticas que os Estados Unidos contribuíram para a crise financeira global de 1997-98. Essa crise gerou, para os americanos, preços menores de *commodities*, menores pressões inflacionárias e menores taxas de juros, enquanto o resto do mundo enfraquecia.

O grande problema estava no fato de que os Estados Unidos promovia a ideologia do livre mercado e tentava incessantemente obter acesso ao exterior para as companhias americanas. O Governo norte-americano não levou em consideração os efeitos negativos de liberalização financeira, incentivada pelas principais instituições.

O crescimento orientado para as exportações havia sido a marca da região mais bem-sucedida no mundo, o Leste Asiático, mas as políticas que suas nações implementaram eram muito diferentes das políticas de liberalização comercial promovidas na América Latina. As políticas latino-americanas se concentravam na abertura de seus mercados às importações e não na promoção das exportações e, com demasiada frequência, empregos foram destruídos sem que houvesse a criação de novos postos (Stiglitz, 2003).

A Rodada de Uruguai de negociações econômicas foi o momento de maior orgulho na década de 90. Entretanto, ela também se mostrou ineficaz. A Rodada de Uruguai provou ser uma das mais importantes negociações comerciais pelo fato de ter aberto áreas completamente novas pela liberalização comercial. Após a abertura dessas áreas, essas foram expostas ao mercado internacional de maneira desequilibrada.

A liberalização dos serviços financeiros foi muito prejudicial para alguns países em desenvolvimento: à medida que grandes bancos internacionais eliminavam competidores locais, os fundos que eram reunidos foram canalizados para empresas internacionais.

A liberalização comercial mostrou-se como um grande problema também nas seguintes áreas: agricultura, propriedade intelectual e patentes. As batalhas travadas nesses setores foram muito custosas aos países em desenvolvimento. Entretanto, o resultado é que os

EUA passou cada vez mais a ser visto como hipócritas, devido ao enorme descompasso entre a retórica americana de livre comércio e a prática americana protecionista em setores importantes de ponta de exportações dos países emergentes e periféricos..

3 AS CRISES FINANCEIRAS

Crises financeiras podem ser definidas como “uma aguda, breve, ultracíclica deterioração de todos ou da maioria dos indicadores financeiros – taxa de juros de curto prazo, preços de ativos (ações, imóveis, terras), insolvência comercial ou falência de instituições financeiras”. Enquanto Bordo (1999) define uma crise financeira em termos de três elementos-chave: mudança de expectativas, medo de insolvência de alguma instituição financeira, tentativas de converter ativos reais ou ilíquidos em dinheiro.

Para Kindleberger (1996), as crises financeiras estão associadas aos auges dos ciclos econômicos, e representam o culminar de um período de expansão o que, recorrentemente, levam a uma depressão. O que acontece é que alguns eventos possuem a capacidade de mudar o panorama econômico. Assim sendo, esse autor divide o processo em três diferentes etapas: manias, pânico e *crashes*.

Primeiramente, no período pré-crise, novas oportunidades de lucros são aproveitadas de forma exagerada. Kindleberger (1996) mostra que essa etapa está tão próxima da irracionalidade que ela se transforma em “mania”. Nesta fase, bens e ativos são transformados em dinheiro, e a busca por empréstimos para a compra de ativos financeiros aumentam excessivamente. Quando esta alta se torna excessiva, o sistema financeiro passa por um tipo de “aflição”, na qual os *players* do mercado reverterem, precipitadamente, o processo de expansão que se assemelha ao que o autor chama de pânico.

Segundo, na fase do pânico, ocorre um movimento inverso, no qual os ativos financeiros são transformados em dinheiro ou reembolso de débito que tem como resultado uma queda brusca nos preços dos produtos, propriedades, ativos financeiros e bens em geral. Terceiro, ocorre o *crash* no qual há:

[...] certas bancarotas, fraudes, revelação ou rumores de problemas em determinada área, um aumento considerável na taxa de desconto do banco central para conter a hemorragia de dinheiro vivo circulante do país ou no exterior. E então há a interação dos preços que estão caindo (o *crash*) e seu impacto na liquidez do sistema. (KINDLEBERGER, 1996, p.10)

De acordo com Minsky (1985), crises são geradas por certo desordenamento de eventos que ocorrem antes da própria crise, algo como um choque exógeno. Este desordenamento precisa ser amplo e difuso, a fim de alterar o quadro econômico e, conseqüentemente, mudar as oportunidades de lucro em, pelo menos, um importante setor da economia.

O *boom* é alimentado por uma expansão de crédito bancário que aumenta a oferta total de dinheiro. Quando isto ocorre, os bancos geralmente aumentam a quantidade ofertada de

moeda nas economias. Portanto, assume-se que é criado um incentivo para a especulação e, assim, a demanda por ativos financeiros e mercadorias aumenta. O resultado é um aumento súbito de preços e novas oportunidades para lucrar. Neste momento é quando acontece a chamada “euforia de mercado”.

Kindleberger (1996) descreve que:

Quando o número de empresas e particulares que incidem nessas práticas cresce, trazendo consigo seguimentos da população que normalmente mantêm-se à parte de tais aventuras, especulação e lucros afastam-se do comportamento normal e racional em direção ao que tem sido chamado de “manias” ou “bolhas” (KINDLEBERGER, 1996, p.19)

À medida que o boom especulativo prossegue, as taxas de juros, a velocidade de circulação e os preços continuam a subir. Quando os grandes *players* e *insiders* decidem vender o total de seus ativos em determinado período, o mercado começa a duvidar dos fundamentos da economia e os preços começam a se nivelar. Nessas situações pode ocorrer uma corrida por liquidez. O resultado, geralmente, é desastroso para os preços de mercadorias e títulos. Quando as dificuldades persistem, os especuladores tentam se retirar dos mercados. A corrida é tão intensa que ela pode ser descrita como “um estouro de uma boiada” (Kindleberger, 1996, p.21). O sinal que, geralmente antecipa uma crise financeira, é a falência de um banco, revelação de uma fraude. De qualquer modo, os preços continuam a cair e aumentam as falências.

A reação que se segue é a de “pânico”. Kindleberger (1996) aponta que o pânico alimenta-se a si mesmo, até que uma ou mais coisas aconteçam: os preços caem tanto que as pessoas são novamente tentadas a voltar a ativos menos líquidos; o mercado de ações é interrompido através do estabelecimento de limites para as quedas de preço, fechamento de bolsas de valores ou (*Short Circuit*), ainda, encerramento das transações.

Das tentativas para se modelar as crises financeiras nas economias, basicamente, foi identificada a tendência em diferenciar as crises financeiras nas economias em: crises cambiais, crises bancárias e crises no balanço de pagamentos. A primeira explicita-se em volatilidade no mercado de divisas com ataque especulativo contra as moedas nacionais, causando movimentos inesperados e acentuados no câmbio e saída maciça de capitais do país. Já a segunda, envolve os problemas de assimetria de informação, como mencionado anteriormente. Por último, as crises no balanço de pagamentos originam-se de problemas de inconsistência entre as políticas monetária e fiscal, que acabam resultando na incapacidade de o país em honrar suas dívidas privada e soberana.

É destacado que um fator importante para a ocorrência de crises seria a abertura da conta de capital sem a adequada reestruturação do sistema financeiro doméstico. A abertura da conta de capital sem o devido fortalecimento da regulação e da supervisão prudencial aliados à inexistência de políticas macroeconômicas adequadas deixariam os estados expostos a elevados riscos de crises. No setor bancário este tipo de crise seria potencializada porque removeria as redes de segurança. Sem as redes de segurança, as instituições bancárias expandiriam, com novos empréstimos, suas atividades arriscadas de forma de trabalhar com taxas de juros além da capacidade delas em administrar balanços. A liberalização da conta de capital pode, também, aumentar os efeitos de políticas.

Mecanismos através dos quais liberalização externa e interna possam exportar ameaças para a estabilidade econômica são, na maioria os mesmos. (...) não é a liberalização financeira que está na raiz do problema, é a gestão fraca no setor financeiro e supervisão prudencial e regulamentações inadequadas que resultam em conseqüências que são essencialmente aumentadas pela liberalização. (EICHENGREEN et al, 1999, p. 6)²⁶.

Contudo, os autores concluem que a liberalização da conta de capital é inevitável e perigosa.

Crises financeiras, quando comparadas umas as outras, nunca são exatamente iguais. Porém, há padrões visíveis nas crises que recorrem em cada uma delas. Os principais fatores que estão no cerne das crises financeiras são oito: (1) sistemas financeiros e bancários fracos em economias emergentes, junto com uma liberalização financeira prematura e pobremente supervisionada; (2) fraca gestão das dívidas públicas e privadas; (3) regime de câmbio vulnerável em economias emergentes; (4) deficiência em disciplina de mercado derivado de informações inadequadas e problemas de “risco moral”; (5) problemas institucionais com reestruturação de dívidas privadas; (6) políticas macroeconômicas inadequadas em economias emergentes (pré ou pós-crise); (7) alta volatilidade nos fluxos de capitais para economias em desenvolvimento e eventuais chances de surgirem efeitos de contaminação nas economias vizinhas; e (8) ameaças a efetividade do apoio popular ao FMI e ao World Bank (GOLDSTEIN et al, 1999).

Além disso, há cinco tipos de crises financeiras que podem ocorrer em qualquer momento histórico:

- (1) *Crises induzidas por políticas macroeconômicas*: Seguindo o modelo de Krugman (1979) (que será analisado abaixo), uma crise do balanço de pagamentos (depreciação cambial; perda de reservas internacionais; colapsos de regimes

²⁶ Tradução livre do autor.

cambiais *pegged*) surgem quando uma expansão creditícia doméstica pelo Banco Central é inconsistente com o regime cambial fixado.

- (2) *Pânico Financeiro*: O pânico é resultado de quando os credores retiram empréstimos de curto-prazo de devedores solventes. Geralmente, o pânico ocorre sob três condições: quando dívidas de curto-prazo excedem os ativos de curto-prazo; quando nenhum credor privado único é grande o suficiente para fornecer o crédito necessário para pagar todas as dívidas de curto-prazo; não há um prestador de última instância. Neste caso, é racional que os credores retirem seus fundos se outros credores estão fazendo o mesmo. O pânico pode resultar em perdas econômicas (suspensão prematura de projetos de investimentos, liquidação do devedor e corrida dos credores)
- (3) *Estouro da bolha*: O estouro da bolha, quando ocorre, é inesperado, mas não é imprevisível, pelo fato de que os participantes estão cientes da bolha e da probabilidade do eventual colapso.
- (4) *Crise de Risco Moral*: ocorre quando os bancos possuem a capacidade de pegar emprestados fundos de garantias públicas (explícitas e implícitas) das obrigações bancárias. Se os bancos estão sub-capitalizados ou sub-regulamentados, eles podem usar esses fundos em operações altamente arriscadas ou até fora-da-lei.
- (5) *Workout Desordenado*: ocorre quando um devedor insolvente provoca uma fuga dos credores, mesmo que o devedor seja solvente. Ela ocorre especialmente quando os mercados operam sem uma lei de falências (SACHS, 1998).

3.1.1 Modelos de Primeira Geração

Os modelos de primeira geração de uma crise financeira desenvolvida por Krugman (1979) baseiam-se no descontrole da dívida governamental e na inabilidade de o Governo controlar o orçamento como fator chave que causa uma crise cambial. Esses modelos argumentam que um ataque especulativo sobre uma moeda pode se resultar de um déficit da conta corrente que está em constante aumento ou uma expectativa da monetização do déficit fiscal. Um ataque especulativo pode resultar em uma abrupta desvalorização quando a reserva estrangeira do banco central é esgotada e ele não pode mais defender a moeda doméstica. Agentes acreditam que a necessidade de um Governo para financiar uma dívida torna-se sua principal preocupação e, eventualmente, conduz a uma quebra do regime de taxa de câmbio fixa e assim, a um ataque especulativo sobre a moeda.

Krugman (1979) apresenta um modelo no qual um regime de taxa de câmbio fixa é o alvo inevitável de um ataque especulativo. A crise é acionada quando os agentes esperam que o Governo abandone o regime do *peg*. Assim, antecipando a desvalorização, os agentes convertem seus portfólios, que estão atrelados à moeda doméstica, para a moeda estrangeira através da compra da moeda estrangeira das reservas do Banco Central. Assim sendo, as reservas do Banco Central caem até o nível no qual sustentar o regime do *peg* não é mais possível. A contribuição fundamental do modelo de primeira geração do Krugman (1979) é a capacidade de sua identificação da tensão entre política fiscal doméstica e um regime de câmbio fixo.

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

3.1.2 Modelos de Segunda Geração

Os modelos de segunda geração sugeridos por Eichengreen, et al (1997) são bastante úteis para explicar as crises financeiras que contaminam outras economias²⁷. Um cenário possível que é sugerido pelos modelos envolve a desvalorização em um país afetando o nível de preços e, portanto a demanda por moeda, ou a conta corrente através da redução das exportações de um país vizinho. Em ambos os casos, a desvalorização num país vizinho é extremamente possível.

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

²⁷ Durante a década de 1990, houve quatro episódios que foram constatados como efeitos de contaminação: a crise do sistema monetário europeu de 1992-93, a crise do peso mexicano de 1994-95, a crise asiática de 1997-98 e a crise russo-brasileira de 1997-98.

choque individual pode ser transmitido de um país para o outro através do comércio; e (2) a desvalorização ou o *default* em um país pode aumentar as expectativas da probabilidade da ocorrência de uma desvalorização em outros países.

De acordo com estudos recentes, há pelo menos cinco características de contaminações quando ocorrem crises financeiras:

- Os efeitos da contaminação são mais evidentes nas crises do que em épocas de euforia. Geralmente os efeitos operam com mais impacto quando há turbulências financeiras;
- As contaminações ocorrem principalmente em níveis regionais. Há evidências de que os efeitos de contaminação estão ocorrendo cada vez mais em níveis internacionais, mas por enquanto, em sua quase totalidade, eles ocorrem em níveis regionais;
- A contaminação é não-linear. Isto é, enquanto há a presença de uma única crise em algum outro lugar do mundo, ou mesmo na própria região, isto só aumentará um pouco as chances de um país “x” a sentir o efeito da crise. Entretanto, quando há inúmeras crises ocorrendo ao mesmo tempo, as chances do país “x” não ser contaminado será muito pequena;
- A contaminação não é aleatória. Alguns países mais fortes eventualmente serão afetados. Porém, os principais candidatos para a contaminação são países que possuem taxas de câmbio super-valorizadas, grandes déficits em conta-corrente, altas porcentagens de dívidas de curto-prazo, crescimento econômico baixo ou recessões, e um credor importante em comum com o primeiro país afetado; e
- A contaminação é temporária. Ela raramente dura mais do que um ano, e uma contaminação verdadeira dura uns sete meses.

3.1.3 Modelos de Terceira Geração

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

Esses modelos argumentam que a fragilidade no sistema bancário e no setor financeiro reduz a quantidade de crédito disponível e aumenta a probabilidade de uma crise²⁸. Neste

²⁸ A maioria dos países que causou a crise asiática experimentaram um “boom” de empréstimos no período pré-crise, principalmente para os setores do mercado acionário e imobiliário; a exposição para imóveis estava a uma taxa de 25-40% do empréstimos na Tailândia, Indonésia, Malásia, e Cingapura, e talvez uma proporção ainda mais alta ainda para Hong Kong. A exposição dos bancos para movimentos dos preços de ações e seus derivados estava extremamente alto na Tailândia e Coréia do Sul (GOLDSTEIN, 1999).

modelo, uma crise financeira ocorre por uma combinação de grandes dívidas, baixas reservas estrangeiras, queda na arrecadação governamental, aumento nas expectativas de uma desvalorização da moeda e dificuldades de empréstimos domésticos. O acesso das firmas aos empréstimos é dificultado quando estas assumem que eles só podem pegar emprestado uma porção de sua riqueza. Nessas economias que possuem uma baixa oferta de créditos, as taxas de juros sobem, mas não o suficiente para compensar os investidores pelo aumento real do risco de *default*. Verifica-se que o aumento da taxa de juros interna, então, aumenta desproporcionalmente o fornecimento de crédito. O risco moral força os bancos a restringirem seus créditos. Portanto, aumentando a taxa de juros reduz a quantidade de empréstimos e aumenta o incentivo para as firmas não pagarem as suas dívidas e a diminuir seus investimentos. A diminuição da produção de bens e serviços (*output*) coloca uma pressão adicional na taxa de câmbio agravando a crise. Nesta condição, existe uma estratégia alternativa para o banco central: abaixar a taxa de juros básica para incrementar o nível de investimentos.

Essas três gerações de modelos sugerem quatro fatores que influenciam o início e a grandeza da crise cambial. A dívida interna pública e privada, expectativas da economia, e a situação dos mercados financeiros podem, com uma combinação de uma taxa de câmbio sob o regime do *crawling-peg*, determinar se um país é susceptível a crises financeiras assim como determinar a magnitude e o sucesso de um ataque especulativo.

3.2 Manias Especulativas

Manias “tem como conotação uma perda do senso de realidade ou de racionalidade, e até algo próximo à histeria ou insanidade em massa” (KINDLEBERGER, 1996, p.29). A euforia está bem definida como um desvio ocasional do comportamento racional e a histeria, e começa com um “desordenamento”. Inevitavelmente fatores exógenos podem aumentar a confiança e o otimismo aumentando, assim, as ações especulativas.

A especulação, assim, se dá em duas etapas. Na primeira, ocorre o investimento controlado. Investidores e outros agentes respondem a um desordenamento limitado e racional. Na segunda, os ganhos de capital desempenham um papel predominante. Há uma atração por maiores ganhos, taxas de juros mais altas, e assim por diante.

Kindleberger (1996) argumenta que, pelo fato de haver dois estágios, haverá dois grupos de especuladores, os *insiders* e *outsiders*. Os *insiders* desestabilizam o mercado,

elevando os preços a níveis cada vez mais altos. Quando os preços chegam ao pico, eles vendem seus ativos aos *outsiders* que compram e, geralmente, vendem na baixa quando os grandes *players* já deixaram o jogo. O fato é que os *insiders* desestabilizam o mercado, exagerando as altas e as quedas.

O desordenamento ocorre quando há alguma força externa que faz as expectativas do mercado mudar de uma hora para a outra; mudanças políticas também podem conturbar o sistema; e as manias especulativas também ganham velocidade como função da expansão da moeda e do crédito.

Pânicos e *crashes* são precipitados por fraudes e desfalques, abuso de autoridade e má conduta de funcionários públicos. Para Kindleberger (1996), as crises financeiras estão intimamente relacionadas com transações que “ultrapassam os limites da lei e da moral”. A propensão a fraudar e ser fraudado é proporcional à propensão especulativa durante o *boom*. Ele também afirma que pânicos e *crashes* induzem ainda mais a ocorrência de fraudes como medida de sobrevivência e, ademais, o sinal para pânico é, geralmente a revelação de alguma fraude. É nesta situação que a etapa do boom acaba quando as fraudes são conhecidas e o descrédito se instala no mercado²⁹.

De acordo com Kindleberger (1996), se essa ordem é alterada as dificuldades e pressões passam a consistir num período em que as expectativas otimistas de *boom* são gradual ou rapidamente minadas dando lugar à depressão.

Assim, as expectativas, atualmente, podem mudar lentamente ou rapidamente. Um dos grupos que possui papel vital na formulação de expectativas é provavelmente o Governo. O Governo sabe mais do que os especuladores. A solução apropriada para o Governo é tornar o conhecimento mais disponível, tornando pública a informação ou suas previsões. Se o Governo sabe de algo que os especuladores não conhecem, pode acalmar o temor da especulação tornando esse conhecimento público.

As razões pelas crises financeiras são a especulação e a expansão de crédito; a causa seguinte é algum incidente que abale a confiança no sistema. À medida que os especuladores são alavancados por empréstimos, o declínio nos preços leva-os a serem posteriormente convocados a fornecerem garantia ou dinheiro e efetuar a posterior liquidação dos contratos. E, à medida que os preços caem, os empréstimos bancários deixam de ser atraentes, e uma ou

²⁹ O melhor caso para exemplificar um pânico financeiro é o caso da crise mexicana (1994-95). Após a desvalorização do peso mexicano, o governo mexicano foi incapaz de rolar as dívidas atreladas ao dólar de curto-prazo (tesobonos). O governo estava à beira da moratória. Uma operação de fornecedor de último recurso liderado pelos Estados Unidos e pelo FMI, pagaram as dívidas de mais de U\$ 30 bilhões. Porém, a incapacidade de rolar U\$ 30 bilhões em tesobonos é uma clara evidência de pânico financeiro em virtude da desvalorização do peso mexicano (RADELET e SACHS, 1998).

mais casas mercantis, bancos ou corretoras de títulos vão à falência. O próprio sistema de crédito mostra-se instável e tem início a corrida pela liquidez (Kindleberger, 1996).

3.3 O Princípio das Crises

Como destacado anteriormente, as crises da década de 1990 foram precedidas pelas liberalizações financeiras, desregulamentações e pelo rápido aumento de influxos de capitais que foram seguidos por uma forte tendência reversa. Essas reversões de influxos para fluxos externos são relacionadas com mudanças nas políticas internas e externas que produzem divergências nas condições financeiras domésticas com as do resto do mundo. As reversões de fluxos de capitais são geralmente seguidas pela deterioração das condições macroeconômicas do respectivo país. Essas deteriorações, geralmente são resultados dos próprios fluxos como sobrevalorização da taxa de câmbio, crescimento rápido e excessivo da expansão creditícia e bolhas especulativas dos preços de ativos.

Entretanto, como pode ser analisado na Tabela 4, crises financeiras e cambiais em mercados emergentes ocorreram sob diversas condições macroeconômicas. Elas ocorreram quando o déficit em conta corrente era excessivo e insustentável, como no México e Tailândia, mas também quando esses déficits eram relativamente baixos, como na Indonésia e Rússia. Embora sobrevalorizações significativas sejam características de países sofrendo agitações cambiais como México, Rússia e Brasil (todos usaram a taxa de câmbio como uma âncora nominal para baixar a inflação). Porém, este não foi o caso na maioria dos países do leste asiático aonde a sobrevalorização da moeda foi moderada ou nula. Algumas crises também foram associadas com déficits orçamentários excessivos, como na Rússia e no Brasil, e outras quando estavam com superávit como no México e no leste asiático. Há casos também em que as crises ocorreram quando as dívidas externas estavam atreladas ao setor público (Brasil e Rússia) ou quando estavam ligadas ao setor privado, como no leste asiático.

Tabela 4 - Características Pré-Crise dos Países Emergentes

	Déficit em	Moeda	Déficit	Dívida	Regime
	Conta Corrente	Sobrevalorizada	Orçamentário	Externa	Cambial
	(% PIB 1990-96)				
Brasil	0.3	Sim	Grande	Pública	Crawling-Peg
Cingapura	-	Estável	Superavitário	Privada	Soft-Peg
Coréia do Sul	-1.7	Sim	Superavitário	Privada	Crawling-Peg
Indonésia	-2.5	Não	Superavitário	Privada	Crawling-Peg
Filipinas	-3.3	Não	Superavitário	Privada	Fixado
Malásia	-5.6	Não	Superavitário	Privada	Crawling-Peg
México	-6.7	Sim	Superavitário	Ambas	Quase-Fixed
Rússia	Pequeno	Sim	Grande	Pública	Crawling-Peg
Tailândia	-6.8	Não	Superavitário	Privada	Fixado

Fonte: Elaboração Própria

Vale ressaltar uma similaridade irônica entre o início das crises da Coréia e do México. Na véspera de ambas as crises os dois países se tornaram membros do OECD. Ambas as economias caíram após um período prolongado de euforia do mercado. No caso do México, uma equipe tecnocrática altamente qualificada desenhou e liderou um plano de estabilização, privatização, liberalização, e, como já foi mencionado, até o acordo de livre comércio com os Estados Unidos (NAFTA). No caso da Coréia a história de sucesso das políticas industriais e crescimento à base de exportações culminou na entrada da Coréia para o clube exclusivo de economias desenvolvidas. Porém, nos dois países, o colapso foi resultado de uma euforia de fluxos de capitais que eram insustentáveis³⁰.

A Figura 6 resume a freqüência das crises e, imediatamente sugere que o problema está crescendo. A barra à direita indica todas as crises, entre 1973 e 1997, tem 12% de freqüência, ou seja, mostra que os 56 países possuem uma chance em oito de sofrerem crises cambiais, crises gêmeas³¹ ou bancárias em um dado ano³². As incidências das crises quase que dobraram desde o bloco do período 1945 – 1971. A menor freqüência de crises no período de

³⁰ Sachs e Radelet (1998), em uma discussão com bancos da Alemanha, perguntaram a razão pela liberalização de grandes empréstimos para a Coréia em 1997, na véspera da crise. Diversos bancos responderam que a recém entrada da Coréia no OECD forneceu a confiança necessária que o desempenho da economia coreana se mantivesse forte.

³¹ Há a ocorrência de crises gêmeas quando crises cambiais e bancárias ocorrem simultaneamente.

³² A Figura 6 distingue quatro períodos diferentes que correspondem aos principais regimes monetários e financeiros internacionais do último século: a era padrão-ouro (1880 – 1913), o período entre as duas guerras mundiais (1919 – 1939), a era Bretton Woods (1945 – 1971) e o período “não-sistema” pós-Bretton Woods (1973-1997). Os quatro primeiros blocos de períodos representam 21 mercados de países industriais e emergentes. O quinto bloco representa 56 países, que incluiu os novos países emergentes (BORDO, et al, 2001).

pré-1913 (quando havia a ausência de controle de capitais e a mobilidade de capitais atingiu níveis altíssimos), sugere que a globalização criou a instabilidade nos mercados cambiais internacionais. A maior incidência de crises cambiais, em comparação ao bloco de pré-1919, demonstra a incompatibilidade da elevada mobilidade de capital com a política democrática liberal, que é uma das características que distingue a era na qual vivemos. Bordo, et al (2001) apontam o fato que a democratização dificultou que os Governos se comprometessem, com credibilidade, com a estabilização das taxas cambiais e que subordinassem todas as suas metas de políticas para manter regimes cambiais fixados. Essas dificuldades implicam que a combinação de mobilidades de capitais e democratização desmontassem a credibilidade dos compromissos com regimes cambiais e fragilizassem os regimes de câmbios fixos (*pegs*).

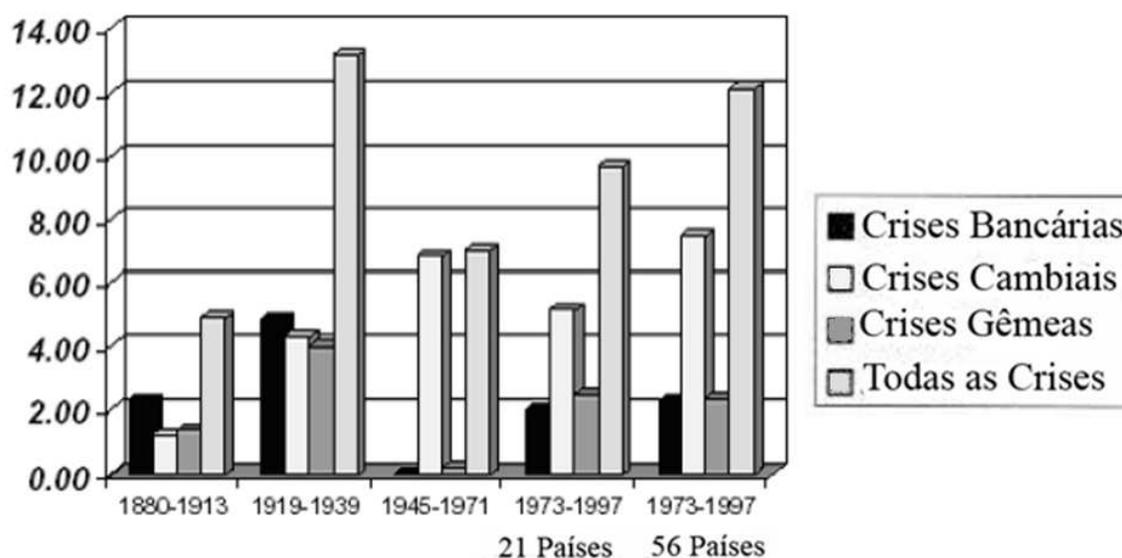


Figura 6 - Frequência das Crises – Probabilidade Anual (em porcentagem)
Fonte: Bordo et al, 2001.

Tabela 5 - Número de Crises por Período

MERCADO	ANO	CRISES BANCÁRIAS	CRISES CAMBIAIS	CRISES GÊMEAS	TODAS CRISES
PAÍSES INDUSTRIAIS	1880-1913	4	2	1	7
	1919-1939	11	13	12	36
	1945-1971	0	21	0	21
	1973-1997	9	29	6	44
PAÍSES EMERGENTES	1880-1913	11	6	8	25
	1919-1939	7	3	3	13
	1945-1971	0	16	1	17
	1973-1997	17	57	21	95

Fonte: BORDO, Michael e EICHENGREEN, Barry (2001); Elaboração Própria

A diferença com a adição dos 35 países no período da nova era revela que a concentração da maior frequência está nos mercados emergentes, especificamente nos mais novos, menores e menos desenvolvidos³³.

Kose et al. (2005) afirma que enquanto crises cambiais são susceptíveis à riscos da liberalização da conta de capitais, as crises bancárias são responsáveis por um terço de todas as crises financeiras durante as últimas três décadas e que a sua frequência aumentou muito durante 1980 e 1990. Crises bancárias tendem a ser mais turbulentas e possuem efeitos mais adversos sobre o crescimento da produção de bens e serviços do que crises cambiais. Os autores também afirmam que há pouca evidência que a liberalização da conta de capitais por si só afeta a vulnerabilidades para ocorrências de crises bancárias.

Bordo et al (2001), atestam o fato que, em relação à profundidade e duração, as crises estão sendo menos severas. Como pode ser analisado no Anexo III, as perdas na produção de bens e serviços, resultados das crises cambiais, é de metade até dois terços hoje do que foi na era pré-globalização, já as perdas na produção de bens e serviços referentes às crises bancárias é de 75 a 80% hoje do que foi entre 1880 – 1913. Só nas crises gêmeas que as crises estão sendo mais severas, porém a diferença é pequena. Entretanto, quando se compara a duração

³³ Os 21 países analisados são respectivamente: Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Dinamarca, Finlândia, Grécia, Itália, Japão, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia e Estados Unidos. Enquanto que a lista dos 56 países é composta com os 53 países membros do FMI em 1998 com a adição de Senegal, Gana e Costa do Marfim.

das crises, o autor aponta o fato que não houve mudanças significativas quando se compara os quatro blocos de períodos. Portanto, não há evidências, quando se analisa esses fatores, que as crises estão sendo mais severas, mas há evidências claras de que estão sendo mais frequentes.

3.4 Crise Financeira Mexicana (1994-1995)

No início da década de 1990 a economia mexicana estava finalmente em fase de aquecimento após a década perdida dos anos 80 (quando houve a crise da dívida de 1982 e a grande queda dos preços de petróleo de 1986, que arruinaram economia do país). A história do México foi umas das de maior sucesso, quando se fala em reformas baseadas no mercado. O país liberalizou o mercado, reduziu as barreiras comerciais e outras restrições governamentais, e privatizou grande parte de sua economia, privatizando: bancos estatais e seus sistemas de transportes. Entretanto, o crescimento mexicano estava atrelado a um forte endividamento externo e, conseqüentemente, em dezembro de 1994, os mercados financeiros ficaram preocupados.

No início da década dos anos 1990, a inflação mexicana encontrava-se à níveis cada vez mais baixos, investidores estrangeiros estavam aumentando substantivamente o fluxo de capitais ao país, e o Banco Central mexicano acumulou bilhões de dólares em reservas. O aumento considerável das reservas, antes de 1994, trouxe a falsa impressão de segurança; a manutenção dos juros nominais elevados induzia à maior entrada de capital estrangeiro. Assim, em 1993, as reservas estrangeiras estavam quatro vezes maiores do que no mesmo período de 1989.

Finalmente, no ano de 1994, com todos indicadores econômicos “positivos”, o México assinou o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA)³⁴. Apesar da boa situação das condições fiscais do país no início da década de 1990 o México possuía um déficit em conta corrente significativo (que levou alguns analistas a sugerirem que o peso deveria ser desvalorizado). De acordo com Whitt (1996), o Governo mexicano insistiu que este déficit não era um problema grave porque era causado por fluxos de capitais privados que estavam financiando gastos com investimentos, e os índices de exportações mexicanos se elevariam, e o problema com a conta corrente iria se reverter. Porém, como pode ser visto na Figura 7, o

³⁴ Quando o NAFTA foi finalmente aprovado em 1994, foi esperado, por causa das quedas nas barreiras de comércio entre os países de México e Estados Unidos, um incentivo a investidores estrangeiros para se aproveitarem dos privilégios ao acesso ao mercado dos Estados Unidos. Além do mais, o NAFTA estabeleceu medidas para que a economia mexicana se preparasse para entrar no bloco econômico tais como: a recomposição da dívida externa através do Plano Brady, reduções no déficit orçamentário e na taxa de inflação e privatizações de várias empresas governamentais (Whitt, Joseph A. Jr., 1996).

déficit em conta corrente estourou de U\$ 6 bilhões em 1989 para U\$30 bilhões em 1994. Além do mais, a Figura 8 mostra que, com a abertura da conta de capitais no começo da década de 1990, a conta de capitais e a de conta corrente distanciaram-se e, com a interrupção dos fluxos de capitais em 1994, houve uma dramática queda nos níveis das contas de capitais, sinalizando a fragilidade da economia com a liberalização da conta de capitais.

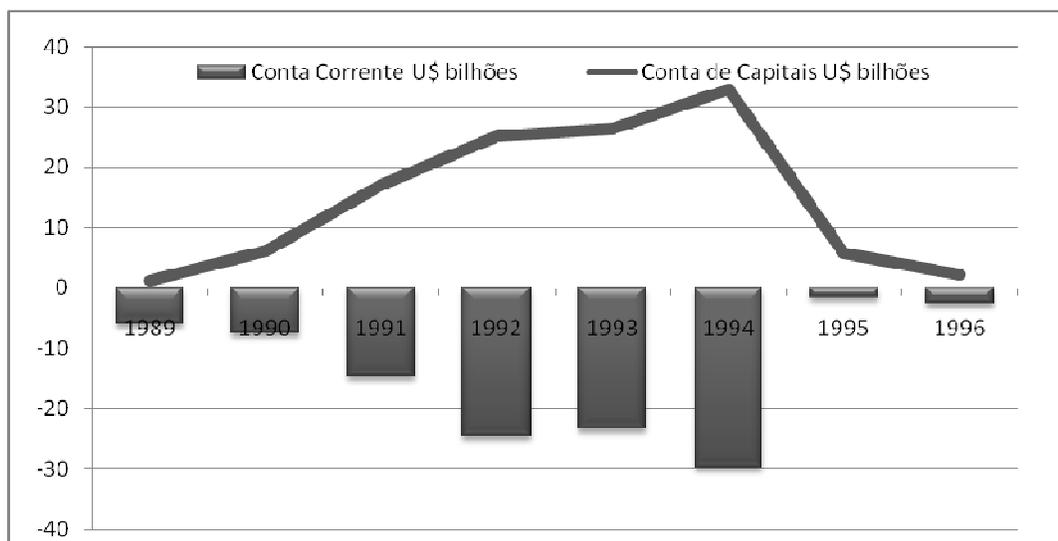


Figura 7 - Evolução da Conta Corrente e de Capitais do México em U\$ bilhões (1989-96)
Fonte: UNCTAD, *Handbook of Statistics Online*, 2007; Elaboração Própria.

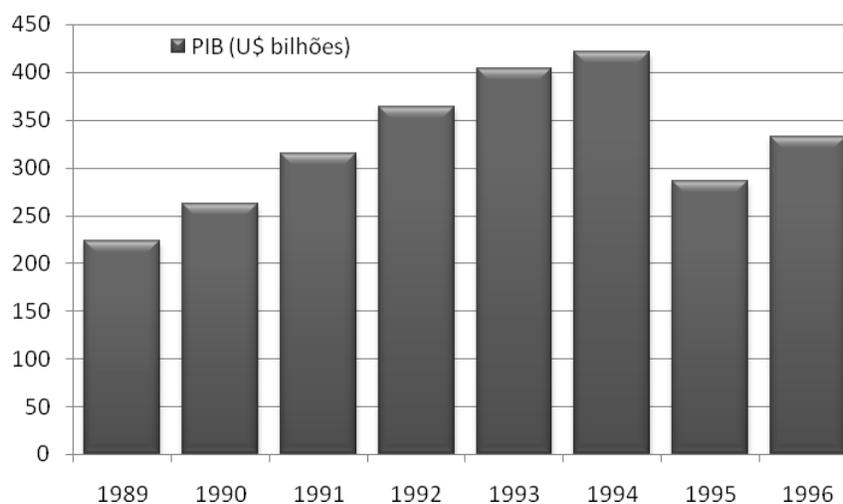


Figura 8 - Evolução do PIB mexicano (1989-96)
Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

Este aumento substantivo do déficit foi o primeiro sinal de uma possibilidade de crise financeira, pois o peso mexicano estava em níveis supervalorizados, uma situação na qual as exportações perderiam seu ritmo, as importações aumentariam e abrir-se-ia maior espaço para

uma crise financeira. No final de 1993, com a perspectiva de conclusão das negociações do NAFTA, o Governo esperava um novo *boom* de investimentos externos. Entretanto, havia sinais de que o peso mexicano poderia estar excessivamente sobrevalorizado.

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

O Banco Central Mexicano responsabilizou uma série de choques políticos pelos acontecimentos, tais como: rebeliões armadas, assassinato do candidato à presidência antes da eleição, provocando uma instabilidade política, seqüestros e assassinatos de figuras importantes do cenário político mexicano. os efeitos negativos das taxas de juros mais altas sobre os intermediários e devedores, preocupações que a dívida em conta corrente dificilmente seria financiada no ano de 1995 e o fracasso das negociações com os rebeldes em Chiapas. Esses eventos proporcionaram uma grande instabilidade e desconfiança na política e economia. Assim, após um curto tempo depois das eleições presidenciais as reservas em dólares caíram U\$4 bilhões para um montante de U\$ 12,5 bilhões, sendo que U\$ 1,5 bilhões foram retirados nos últimos 3 dias de 1994. A decadência das reservas em dólares pode ser vista na Figura 9.

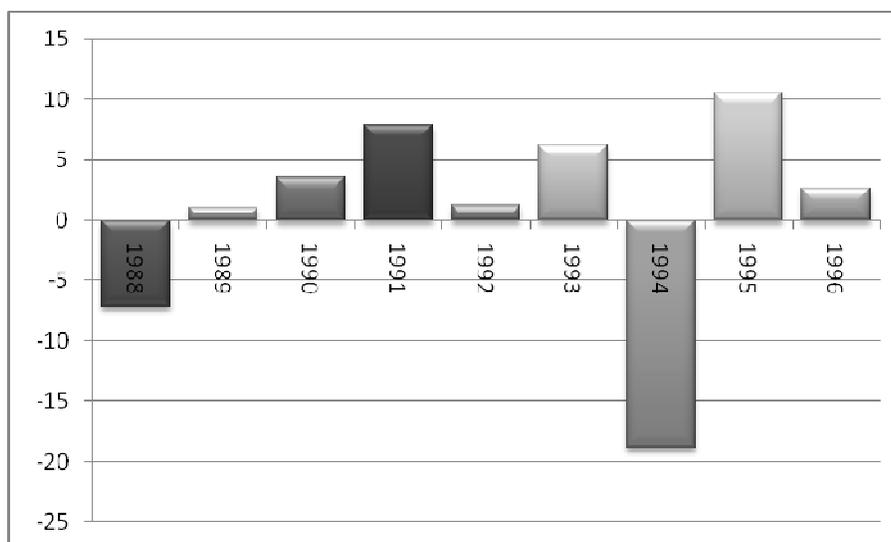


Figura 9 - Reservas internacionais (menos ouro) do México (1988-1996)
Fonte: UNCTAD, *Handbook of Statistics*, 2007; Elaboração Própria.

Embora a conta corrente e a conta de capitais tenham se compensado no começo da década de 1990, em 1994 o fluxo de capitais desacelerou drasticamente. Em relação ao PIB mexicano, o déficit em conta corrente aumentou de 2,8% em 1989, para uma média de 7% entre 1992 e 1994. O Governo mexicano precisava agir rapidamente para não sofrer uma crise

financeira como a do Chile na década de 1970, na qual havia grandes semelhanças nas práticas adotadas³⁵.

Outro problema com o déficit em conta corrente do México é que todos os fluxos de capitais que entraram no país não financiaram diretamente o investimento em novas indústrias e equipamentos (o que teria ajudado o país a aumentar seu potencial exportador). A maior fração do capital, porém, foi direcionada para investimentos financeiros de curto prazo, como depósitos bancários e títulos do Governo, e que resultou numa saída dos fluxos para o exterior no ano de 1994 com a decorrência da crise, como pode ser analisado na Figura 10.

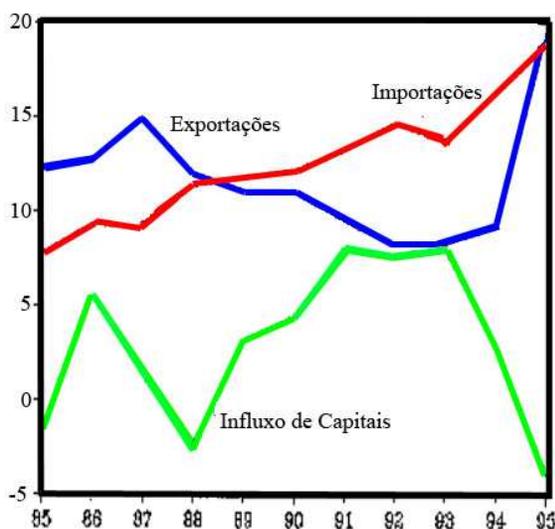


Figura 10 - Exportações, Importações e Fluxo de Capitais do México (% do PIB) (1985-1995)
Fonte: EICHENGREEN, 1997.

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

³⁵ O Chile articulou várias reformas de grande porte, incluindo a abertura da economia ao exterior, e como no México, também utilizara-se do *crawling-peg* e, como resultado, um grande montante de capital entrou no país. Entre 1981 e 1982 o fluxo de capitais para a economia chilena declinará drasticamente resultando na crise financeira e na violenta desvalorização da moeda (Whitt, Joseph A. Jr., 1996).

facilmente retiravam seu capital, colocando assim, uma enorme pressão sobre as reservas governamentais em questão de poucos dias.

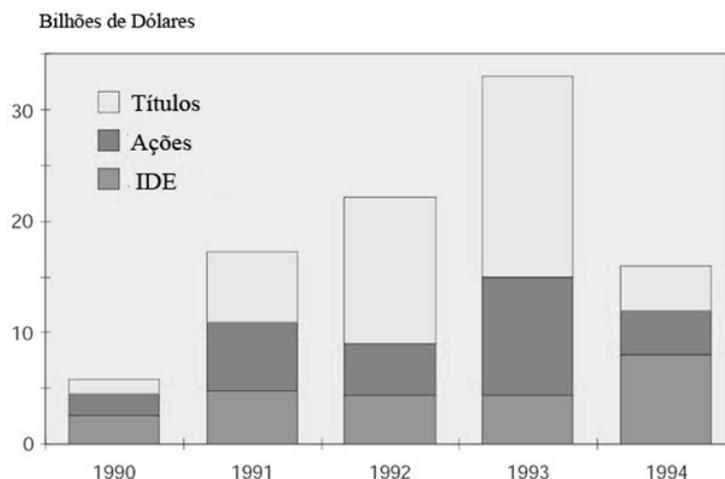


Figura 11 - Fluxos de investimento estrangeiro ao México (1990 – 1994)
Fonte: WHITT, Joseph A. Jr, (1996).

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

Como resposta à pressão cambial, o Governo planejou alterar o perfil dos títulos do Governo. Antes da crise, quase a totalidade da dívida mexicana estava sob a forma de *securities* de curto-prazo e em pesos mexicanos (tesobonos). No momento em que houve uma pressão sobre o câmbio o Governo começou a lançar outras *securities* de curto-prazo atreladas ao câmbio, para agradar os investidores preocupados com a situação do peso mexicano. Em novembro de 1994 havia 25% dos *securities* em pesos e 70% em dólares.

Quando o Presidente Zedillo tomou posse do seu cargo em 1994, a situação econômica estava bastante precária e a pressão sobre o câmbio estava ainda pior. Neste ponto, o México teve duas opções de política econômica: sustentar a taxa de câmbio existente ou abandonar o sistema do *crawling peg* e mudar para o sistema do câmbio flutuante.

Além disso, o México ainda possuía uma dívida atrasada em relação aos *securities* atrelados ao dólar. Mesmo com o risco de aumentar suas dívidas com seus credores, no dia 20 de dezembro de 1994, o Governo mexicano declarou uma desvalorização do peso. Em apenas dois dias as reservas estrangeiras caíram para U\$ 6 bilhões e o Governo mexicano declarou que o câmbio seria flutuante. Após este momento, a crise se instalou. A taxa de juros estourou

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

Mas há dúvidas se o socorro realmente foi benéfico para o México. Stiglitz (2003) enfatiza o fato de que a recuperação esteve mais relacionada com o comércio dos Estados Unidos, baseado no forte crescimento americano e no recém formado NAFTA. O autor duvida que a intervenção do FMI tenha feito com que a crise fosse muito menos profunda e curta do que teria sido sem este auxílio. Para ele, o México não reestruturou seu setor bancário de uma maneira efetiva, ainda que isso devesse ser uma parte central do programa do Banco Mundial e do FMI. A “receita de sucesso” do México foi experimentada depois na economia da Tailândia, Indonésia, Coréia do Sul, na Rússia, no Brasil e na Argentina. Os resultados nesses países foram desastrosos. Dezenas de bilhões de dólares foram desperdiçados sem sucesso algum.

3.5 Crise Financeira do Leste Asiático

É de comum acordo que a crise financeira do leste asiático não ocorreu somente devido ao jogo de especuladores financeiros, mas pelos fundamentos macroeconômicos pré-estabelecidos.

Durante anos, esses países atrelaram as suas moedas ao dólar americano. Virtualmente todos os países envolvidos na crise desenharam suas estratégias econômicas voltadas para uma base exportadora mais eficiente. No período pré-crise, houve uma forte apreciação do dólar americano contra o iene japonês e contra as taxas cambiais dos países de terceiro mundo que resultou num declínio progressivo da competitividade dos países do leste asiático (principalmente: Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, Tailândia, e em menor escala Cingapura). Todos os países, exceto o Japão, fixaram suas moedas ao dólar. Enquanto os regimes cambiais eram mantidos fixados ou baseados no sistema do *crawling-peg*, os

Governos dos respectivos países defendiam excessivamente uma moeda sobrevalorizada por um período prolongado demais, sem que muitos percebessem o nível de apreciação da moeda.

Como pode ser visto na Figura 12, as retiradas das divisas estrangeiras resultaram em alguns efeitos maléficos para o câmbio dos países envolvidos na crise asiática. Quase que imediatamente, as taxas cambiais depreciaram após uma longa defesa de regimes cambiais baseados no sistema fixado (Tailândia e Filipinas) ou regimes cambiais baseados no sistema de *crawling pegs* (Indonésia, Malásia e Coreia) atrelados ao dólar americano, que tinha uma oscilação limitada e muito previsível (o que incentivou os influxos de capitais durante esta época).

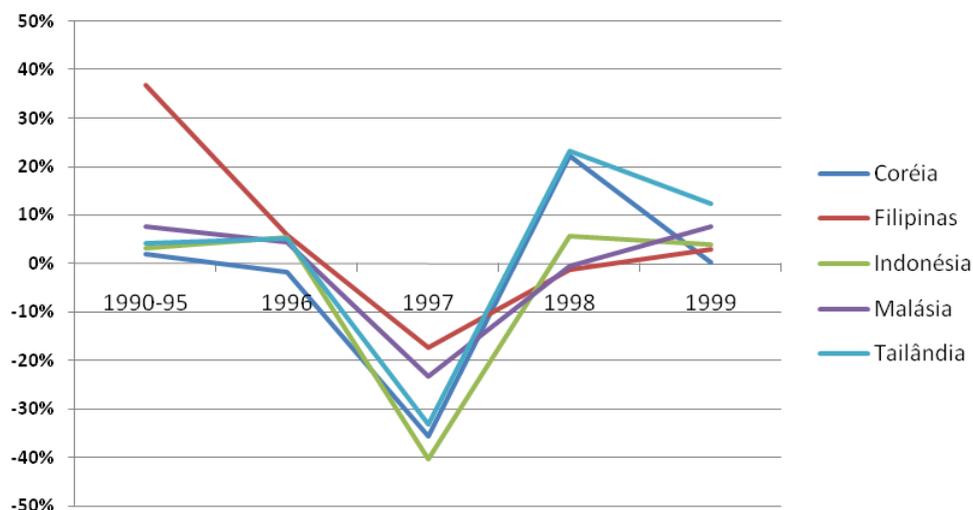


Figura 12 - Evolução das Taxas Cambiais dos países asiáticos (mudanças percentuais, - = depreciação (1990-99))
Fonte: FMI; BERG, 1999. Elaboração própria.

A combinação da desvalorização em conjunto com um aumento da taxa de juros resultou numa aceleração do aumento de *non-performing loans*³⁶ nos setores bancários dos países envolvidos na crise. Como os bancos asiáticos possuíam dívidas de curto-prazo atreladas ao dólar, a desvalorização cambial gerou uma acelerada queda no capital do setor bancário.

Com o processo de liberalização financeira e desregulamentação na década de 1990, as economias asiáticas foram atingidas pelo ciclo de expansão na liquidez internacional e pela propensão dos investidores nos países industriais a tomarem riscos. Assim, foi testemunhado um aumento gritante na entrada de capitais privados, o que permitiu um ciclo de expansão de investimentos. Estes geraram um aumento nas posições passivas dos agentes domésticos. Entre 1994 e 1996, os países asiáticos mais atingidos pela crise (Malásia, Indonésia,

³⁶Empréstimos em *default*, ou prestes a entrar em *default*. Um empréstimo se torna *non-performing* quando pagamentos de juros estão atrasados no mínimo 90 dias.

Tailândia, Filipinas e Coréia) receberam, em média, $\frac{1}{4}$ do total dos capitais que foram direcionados para os mercados emergentes³⁷. Por outro lado, após o *boom* veio o colapso. Com a crise, verificou-se uma contração nos fluxos de capitais, da ordem de US\$ 83 bilhões para aqueles cinco países, equivalendo a quase 8% do seu PIB conjunto ou, ainda, a uma perda de reservas cambiais de 4% do seu PIB.

Sob este ponto de vista, a crise asiática pode ser entendida, nas palavras de Radelet e Sachs (1998), como “uma crise de sucesso”, causada por um *boom* de empréstimos e investimentos globais seguidos por uma repentina retirada dos fundos. Entretanto, o estouro não foi apenas o estouro de uma bolha especulativa. Grande parte das atividades econômicas, que eram financiadas pelos influxos de capitais, eram altamente produtivas, e a queda na atividade econômica resultado da retirada do capital foi enorme. Vale ressaltar que as expectativas de um corte repentino nos influxos eram poucas. No começo de 1997, era esperada uma desaceleração no mercado, até uma crise devido a uma desvalorização, porém apenas na Tailândia e não no resto da Ásia (RADELETE e SACHS, 1998). Uma combinação de pânico por parte da comunidade internacional de investidores, erros de políticas no início da crise pelos Governos asiáticos e pacotes de resgate mal planejados conduziram a uma grande e “inevitável” queda de produtividade como pode ser vista na Figura 13. Os países que sofreram o menor impacto no PIB foram respectivamente, Filipinas e Cingapura.

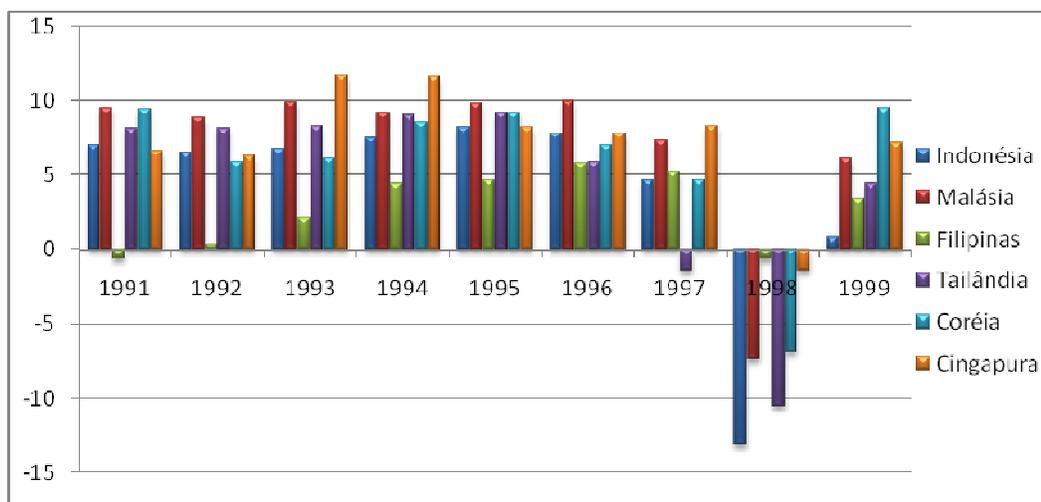


Figura 13 - Evolução do Crescimento Percentual da Produção Interna Bruta (PIB).
Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007; Elaboração própria.

De fato, a combinação de liberalização da conta de capitais e políticas monetárias subjogadas, foi uma das principais razões que contribuíram com as bolhas dos preços dos

³⁷ Muito deste capital especulativo foi dirigido para o mercado imobiliário e de desenvolvimento de propriedades. Esta atividade se “auto-alimentou” gerando uma bolha especulativa em países como Tailândia, Malásia e Filipinas (RICHARDSON, 1998).

ativos nos países do sudeste asiático que foram afetados pela crise econômica de 1997. Assim sendo: “ A natureza pró-cíclica dos fluxos de capitais aparentam ter um impacto adverso na volatilidade de consume nos países em desenvolvimento. Uma manifestação desse efeito pro - cíclico é o fenômeno da queda total de influxos de capitais.” (KOSE et al, 2003, p. 43)³⁸

A Tabela 6 exemplifica claramente esta reversão dos fluxos para os cinco países mais afetados pela crise (Coréia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia). De acordo com a tabela os influxos de capitais líquidos caíram de U\$ 93 bilhões para -U\$ 12,1 bilhões, ou seja, uma queda de 11% em relação ao PIB.

Tabela 6 - Financiamento à 5 nações asiáticas (1994 – 1998)

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

* *Coréia do Sul, Indonésia, Malásia, Tailândia e Filipinas*

Fonte: Radelet e Sachs (1998).

³⁸ Tradução livre do autor.

Desde que a crise se propagou pela Ásia, e para outros países, muitos colocaram a culpa em políticas intervencionistas seguidas pelos Governos das economias em questão. Houve fortes ações intervencionistas em muitos países asiáticos, porém, seria injusto culpar tais políticas pelos problemas financeiros ocorridos sem reconhecer o seu papel positivo no maior período de crescimento e desenvolvimento econômico experimentado pela região. Alguns países asiáticos liberalizaram seus sistemas financeiros devido à pressão de países desenvolvidos. A estrutura institucional nesses países não era adequada para funcionar em um ambiente gerido pelas forças do mercado. Investimentos e empréstimos em excesso por parte dos *chaebols* coreanos (conglomerados corporativos familiares da Coreia do Sul) multiplicaram-se enquanto estes se tornavam multinacionais, e suas atividades ficaram menos transparentes e mais difíceis de monitorar (AKYÜS e CORNFORD, 1999). Por exemplo, as estruturas para supervisionar, regulamentar e para disseminar padrões de contabilidade eram inadequadas para evitar que instituições financeiras praticassem operações de alto-risco. A desregulamentação significou que bancos inexperientes fossem jogados num ambiente competitivo e especulativo.

3.5.1 Crise da Tailândia (1997-98)

O início da crise asiática pode ser traçado para o dia 2 de julho de 1997. Este foi o dia no qual o Governo tailandês anunciou que o regime cambial passaria de fixo para flutuante (administrado). Instantaneamente o Baht desvalorizou cerca de 20% contra o dólar americano. Este evento foi conhecido como o “gatilho” da crise das economias do leste asiático³⁹.

Diversos autores apontam cerca de seis fatores que conduziram a Tailândia à crise: abertura e desregulamentação prematura da conta de capitais e do sistema financeiro, taxa de juros doméstica elevada, fluxos de capitais descontrolados, déficit em conta corrente excessivo, e uma taxa de câmbio rígida (Radelet e Sachs (1998), Krongkaew (1999), Goldstein et al (2007).

No início da década de 1990, a Tailândia embarcou no curso da desregulamentação e liberalização financeira, começando com a aceitação da Cláusula VIII das Cláusulas de Acordo do FMI (*Articles of Agreement*) que foca na liberalização de fluxos de capital no escopo das operações de instituições financeiras, e uma entrada parcial da concorrência

internacional no sistema financeiro nacional. Nesse sentido, todo esforço foi direcionado para promover o país como centro financeiro, comercial e de investimentos da “sub-região”.

O “superaquecimento” da economia tailandesa gerou um déficit em conta corrente gritante e insustentável, e um mercado imobiliário e acionário inflacionados. Sob o regime cambial fixo, havia a garantia implícita da manutenção do valor cambial. Esta garantia, somada com a liberalização financeira, incentivou a confiabilidade em um sistema baseado em empréstimos externos, devido ao baixo risco cambial. O resultado foi um acúmulo de endividamento externo de curto-prazo, implicando assim, numa exposição excessiva ao risco de taxa de câmbio nos setores corporativo e financeiro.

A Figura 14 demonstra que muitos dos investimentos foram dirigidos a setores improdutivos, que não geravam ganhos em moeda estrangeira para financiar os gastos com os empréstimos extremamente excessivos. O investimento exagerado no setor imobiliário gerou uma bolha de preços e má alocação de recursos. Ademais, o risco moral relacionado às garantias implícitas pelo Governo tailandês e uma fraca supervisão prudencial, teve um papel crucial nas decisões de investimentos no sistema financeiro. Assim, muitas firmas e bancos diversificaram suas atividades principais para atividades muito mais arriscadas devido a falta de informações e transparência que impediu avaliações de investimento.

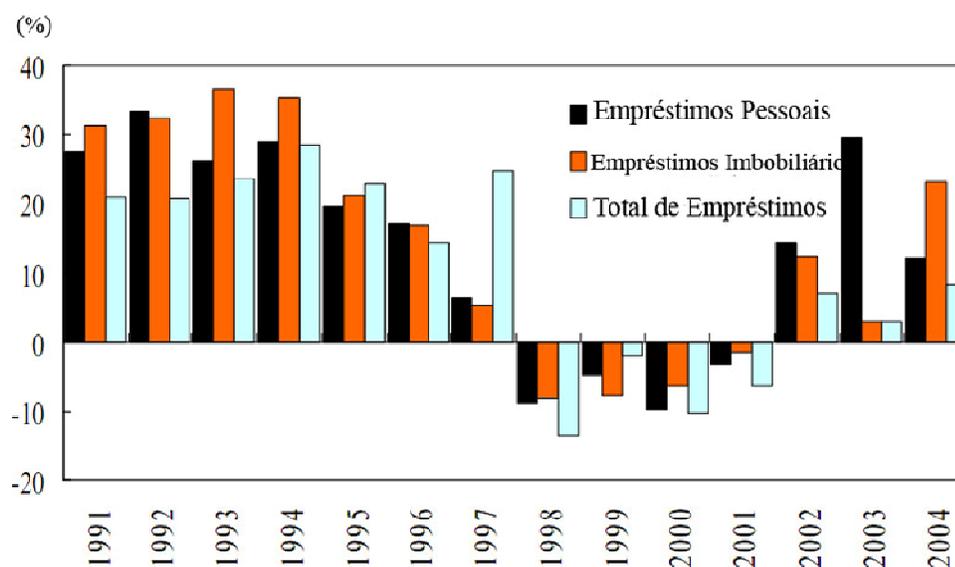


Figura 14 - Composição dos Empréstimos na Tailândia, mudanças percentuais (1991-2004)
Fonte: FMI, *Thailand Selected Issues*, 2005.

Um claro exemplo da desregulamentação e liberalização financeira são os fluxos de capitais para a Tailândia que, entre 1990-95, giraram em torno de 10% do PIB (BOT, 1998).

Na Tailândia, as medidas tomadas neste sentido foram: liberalização da taxa de juros ligada com a desregulamentação dos controles cambiais, e a inauguração do Bangkok International Banking Facility (BIBF) em 1993 para preparar o sistema financeiro nacional para a concorrência e a intermediação financeira⁴⁰. A onda de empréstimos com isenções de impostos, os fluxos de capitais líquidos de setores não-bancários subiram de 20 bilhões de baht por mês em 1991 para 40 bilhões de baht por mês em 1995. Portanto, com a entrada maciça de capitais, e ampla liquidez e uma falta de projetos de investimentos rentáveis, era insustentável suportar os movimentos especulativos, que ganharam impulso no setor imobiliário. Como pode ser analisado na Tabela 7, com o início da crise houve uma forte reversão dos fluxos de capitais. Quando foi anunciado que o Governo adotaria um regime cambial flutuante, houve a forte movimentação de capital, como pode ser visto no segundo semestre de 1997.

Tabela 7 - Influxos de Capitais Líquidos para a Tailândia (1996-98)

	(Bilhões de U\$)				
	1996	1997		1998	
		Sem. 1	Sem. 2	Ano	Sem. 1
Privado	18.2	0.3	-8.6	-8.3	-7.1
– Bancos	5.0	1.8	-8.3	-6.5	-5.6
– Bancos Comerciais	0.4	1.2	-6.0	-4.7	-0.8
– BIBF	4.6	0.6	-2.3	-1.8	-4.8
– Outros	13.2	-1.5	-0.3	-1.8	-1.5
– IDE	2.3	1.4	2.2	3.6	2.9
– Portfolio	3.5	1.7	2.8	4.6	0.6
– Outros	4.4	-4.6	-5.3	-10.0	-5.0
Público	1.3	0.2	1.4	1.6	0.7
Bank of Thailand	–	-2.6	0.0	-2.6	-0.5
Total	19.5	-2.1	-7.2	-9.3	-6.9

Fonte: BOT, *Focus on the Thai Crisis*, 1998.

O *boom* de capitais, nos mercados acionários e imobiliários registravam crescimentos acentuados na ordem de 50 – 90% anualmente. Quando as atividades econômicas começaram a desacelerar em 1996, esses mercados sofreram uma imensa pressão. Como os ativos

⁴⁰ O estabelecimento do BIBF foi direcionado para servir às necessidades sofisticadas, crescentes no comércio internacional e de investimentos e melhorar a capacidade competitiva dos bancos comerciais, decorrente da liberalização financeira (BOT, 1998).

financeiros estavam sendo usados como garantia para tomar mais empréstimos, a saúde das instituições financeiras se tornou uma grande preocupação para investidores e analistas.

Os influxos de capitais mais do que financiaram o déficit em conta corrente e o balanço de pagamentos registrou de 100 bilhões de baht por ano entre 1991-94 e em 1995 esse valor passou pra 180 bilhões de baht, antes de cair para 55 bilhões em 1996. Como resultado, as reservas internacionais subiram de 10,5 bilhões de dólares em 1989 para 39 bilhões em 1996 (BOT, 1998).

A Figura 15 demonstra que o rápido crescimento das exportações durante 1990-94, ajudou a estabilizar o déficit em conta corrente antes do choque de 1996. Entretanto, em 1995 as importações aumentaram para 32% sobre o valor do PIB tailandês e este foi um sinal de que a expansão da demanda era excessiva a luz da estratégia de manter um regime cambial inflexível. Assim, o déficit em conta corrente aumentou para 8% do PIB em 1995. Alguns autores afirmam que o problema do déficit em conta corrente estava ofuscado pelo fato que muitos acreditavam que isso era resultado dos investimentos privados terem excedido a poupança privada. No entanto, é argumentável que o déficit era decorrente da expansão econômica.

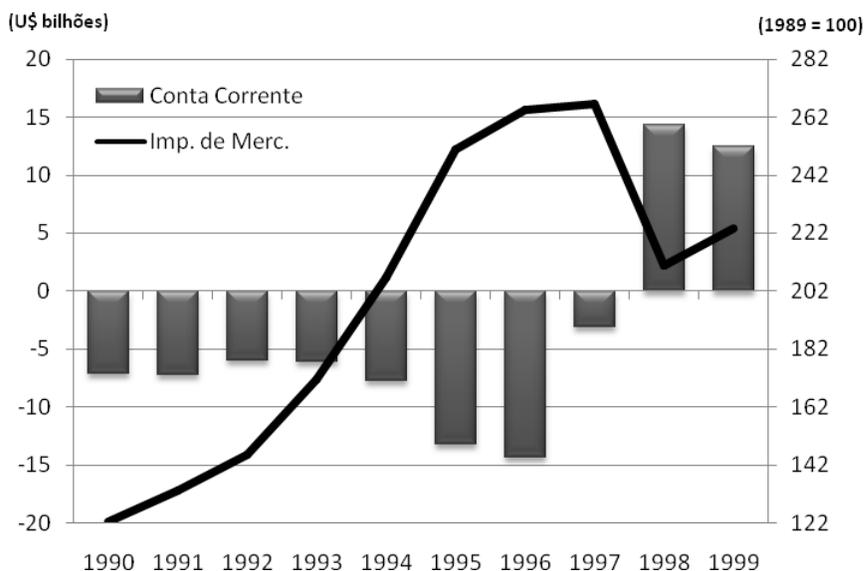


Figura 15 - Saldo em conta corrente e Crescimento de Importações de mercadorias da Tailândia (1990-99)
 Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007; UNCTAD, *Handbook of Statistics Online*, 2007.
 Elaboração Própria.

Entretanto, como ocorrido no México com os *tesobonos*, quando o problema do déficit estava alarmante e houve questionamento se os níveis eram sustentáveis ou não, no início de 1997 ocorreu uma fuga parcial dos fundos de curto-prazo.

Com a perda da competitividade, decorrente da valorização excessiva do Baht em relação ao dólar, as exportações caíram para níveis baixíssimos em 1996. A primeira queda nas exportações foi registrada em 1996 e esse evento levantou dúvidas em relação à capacidade da nação em pagar U\$ 40 bilhões em dívidas de curto-prazo. Assim, como o país estava sob o regime cambial fixo, e o dólar estava numa das maiores baixas desde a segunda guerra mundial, houve grandes perdas.

Com a cautela por parte dos analistas internacionais, somando com o déficit em conta corrente e os empréstimos em excesso, em 1997 houve o início da fuga dos fluxos de capitais e o regime cambial caiu como mostra a Figura 16.

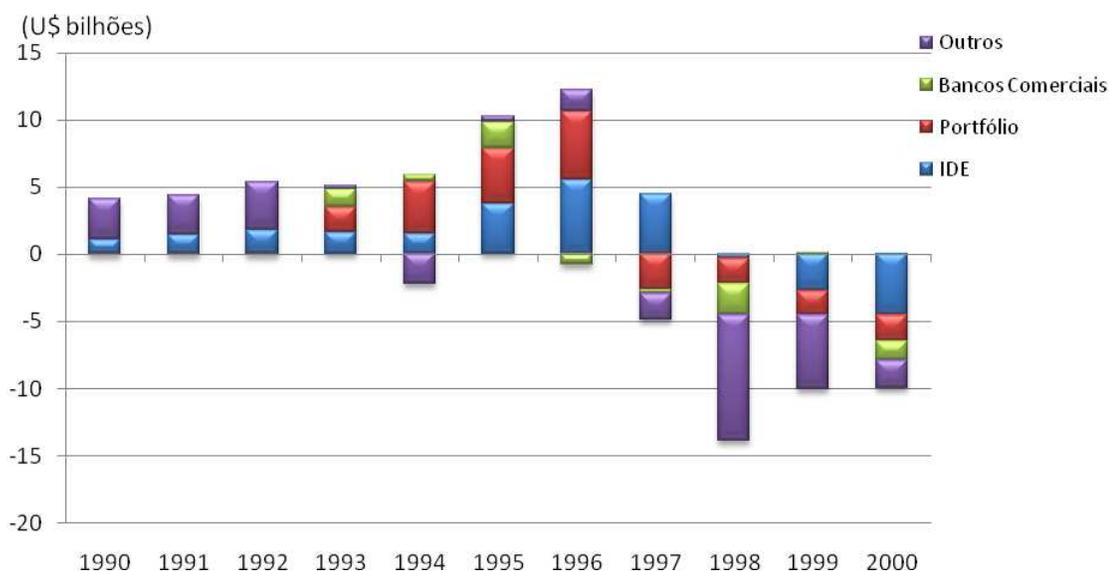


Figura 16 - Fluxos Privados Líquidos para a Tailândia (1990-2000)

Fonte: JOMO, 2005. Elaboração própria.

Como já sabemos, o problema da crise asiática estava enraizado no regime cambial adotado. Porém, continuar defendendo ou abandonar o regime era um dilema político difícil de resolver. Estava claro para as autoridades que qualquer mudança no regime, sob as circunstâncias especulativas do mercado, iria resultar numa desvalorização gigantesca do Baht. Mesmo com uma reserva internacional significativa seria impossível defender o Baht, devido às grandes dívidas incorporadas aos setores público e privado. A decisão foi de manter o Baht sob o regime rígido durante o máximo de tempo possível, para que as autoridades pudessem resolver os problemas fundamentais do setor financeiro e da economia.

Após algumas tentativas de defender o Baht, houve muita pressão sobre as reservas internacionais devido às tentativas das corporações locais em se protegerem através de *hedges* nos contratos de câmbio. Taxas de juros de curto-prazo foram aumentadas a fim de

desencorajar a demanda por moeda estrangeira, mas sem êxito. No dia 2 de julho de 1997 o *peg* foi abandonado e a crise asiática, então, estava se instalando.

3.5.1.1 Pacote assistencial do FMI

Duas semanas após o abandono do *peg* sobre o Baht, a Tailândia buscou auxílio junto ao FMI. Foi fornecido um pacote de U\$ 17,2 bilhões incluindo assistências bilaterais e multilaterais de doadores em 20 de agosto de 1997. As exigências do pacote de medidas do FMI incluíam:

- Um novo regime cambial baseado na flutuação do Baht;
- Política fiscal projetada para criar superávits;
- Abolir o apoio às instituições financeiras insolventes;
- Fortalecer a supervisão e regulamentação financeira;
- Privatização acelerada; e
- Ênfase em treinamento e educação secundária.

Na primeira carta de intenções do FMI (*Letter of Intent – LOI*)⁴¹, foi exigido que a Tailândia estabilizasse o Baht e a inflação. Na segunda e terceira a meta era para reforçar a estabilização da moeda e fortalecer a confiança do investidor (foram aumentadas as taxas de juros de curto-prazo para que o risco moral fosse evitado). Na quarta e quinta LOI, respectivamente, restrições monetárias foram relaxadas no reconhecimento de uma recessão econômica aguda e por que a taxa de câmbio e preços se tornaram mais estáveis. A Tabela 8 apresenta os resultados das LOIs em 1997-98.

⁴¹ A LOI (*Letter of Intent*), ou seja, a carta de intenção é preparada pelo país membro. A carta descreve políticas que o país pretende implementar dentro do contexto de um requerimento de um auxílio financeiro por parte do FMI. Em 2006 foram analisadas 76 LOIs e 96% destas foram publicadas (FMI, 2007).

Tabela 8 - Estrutura Macroeconômica da Tailândia em Relação a LOIs (1997-98)

	1997			1998				
	LOI1	LOI2	LOI3	LOI1	LOI2	LOI3	LOI4	LOI5
PIB	2.5	0.6	-0.4	3.5	0 to 1	-3 to -3.5	-4 to -5.5	-7.0
Inflação	7.0	6.0	5.6	8.0	10	11.6	10.5	9.2
Conta Corrente (Bilhões de US)	-9.0	-6.4	3.3	-5.3	-2.5	4.4	8.5	11.5
% do PIB	-5.0	-3.9	-2.2	-3.0	-1.8	3.9	6.9	10.0

Fonte: BOT, *Focus on the Thai Crisis*, 1999.

Além do mais, no programa original do FMI exigia-se que o setor público conseguisse um superávit de 1% na arrecadação tributária sobre o PIB, para a fiscalização da reestruturação do setor financeiro.

3.5.2 Crise da Indonésia (1997-98)

Na fase inicial da crise, havia um consenso de que os problemas econômicos que estavam surgindo eram derivados do “efeito de contágio”, vindo, principalmente, da Tailândia, e que a saúde da economia estava significativamente boa e era somente necessário introduzir algumas medidas para restabelecer a confiabilidade econômica (solucionando problemas de bancos em dificuldade e intervindo pesadamente no mercado cambial para valorizar a taxa de câmbio).

Antes da crise de 1997, a economia da Indonésia foi caracterizada por um forte crescimento do PIB como pode ser analisado na figura – 17. Entre 1990 e 1996, o crescimento médio anual foi de cerca 8%, e a participação da dívida pública em relação ao PIB estava caindo significativamente, como resultado das receitas arrecadas de privatizações das estatais da Indonésia. A inflação se manteve em torno de 10%, um pouco mais alta do que a média do leste asiático, porém mais baixa do que o padrão dos países em desenvolvimento.

De acordo com o FMI (2003), no período pré-crise, apesar dos fortes indicadores econômicos, foram apontadas algumas áreas de vulnerabilidades:

- (1) Grandes fluxos de capitais e a dívida externa associada;
- (2) O estado frágil do sistema bancário ligado a problemas de governança;
- (3) Políticas intervencionistas que restringiam a livre operação dos mercados.

Entretanto, como nos outros países asiáticos, a quantidade de dívidas de curto-prazo foi subestimada, como também a fraqueza do sistema bancário, geralmente por causa de corrupção.

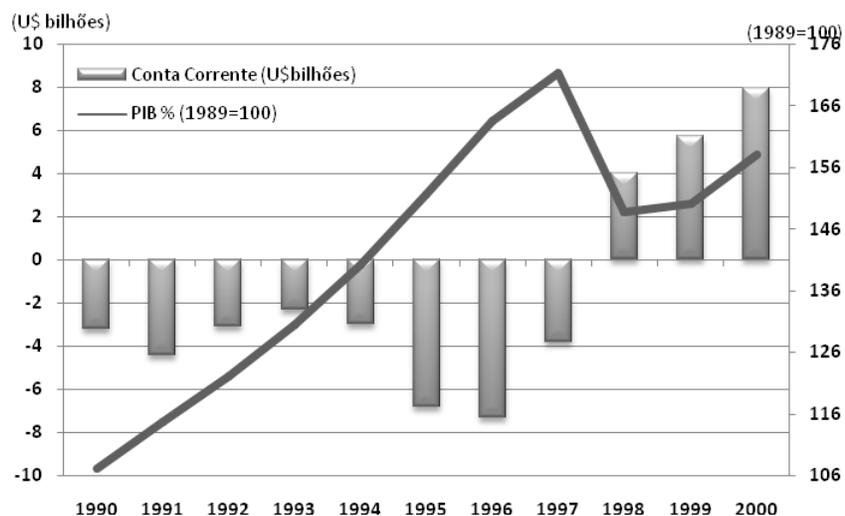


Figura 17 - Indonésia, Evolução do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões) e Crescimento do PIB em % (1989=100) (1990-2000)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

Com o início da crise, o *Bank Indonesia* (BI) surpreendeu o mercado ao alargar a banda do *crawling-peg* de 8 para 12% (FMI, 2003). Entretanto, a especulação continuou e o Governo reagiu, apertando a liquidez, aumentando a taxa de juros e intervindo no mercado cambial. Em agosto de 1997, após a mudança de regime cambial tailandês, o BI decidiu flutuar o câmbio, uma medida muito apoiada pelo FMI.

Seguindo a resolução de flutuar a moeda, o BI decidiu elevar a taxa de juros dos certificados do BI (SDI) de 11,625% para 30%, apertou ainda mais a liquidez da economia ao transferir os depósitos governamentais dos bancos comerciais e prorrogou vários projetos de infra-estrutura. Apesar dessas medidas, a Rupia manteve se desvalorizando, chegando a desvalorizar mais de 20% do seu valor original dos primeiros seis meses do ano, como pode ser visto na Figura 18.

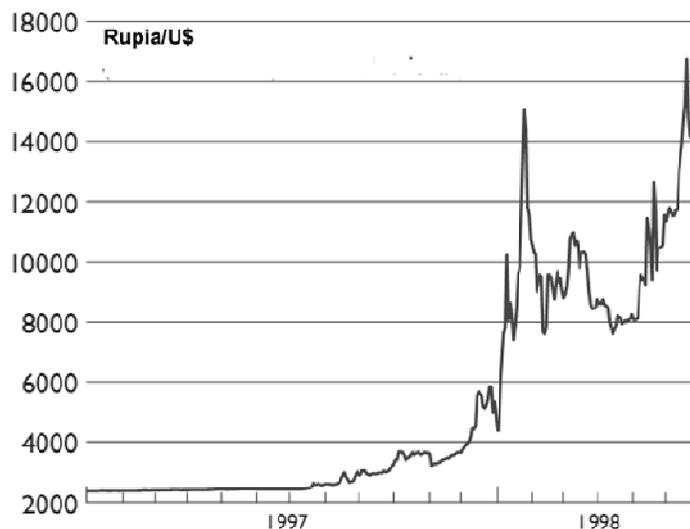


Figura 18 - Taxa de Câmbio Rupia/US\$ (1996-99)
Fonte: FMI, 2003.

Com o desenvolvimento desses eventos, o Governo da Indonésia começou a negociar com o FMI um acordo de “precaução”, para restaurar a confiança do mercado. Porém, percebendo as similaridades com a crise tailandesa, foi apontada a urgência para lidar com problemas no setor financeiro, encaminhar reformas nos setores de comércio e agricultura, desregulamentação e assuntos de governança. O Presidente concordou com a necessidade de ajustes e afirmou que alguns bancos seriam fechados ou participariam de fusões com outros bancos, a fim de proteger a solvência do setor financeiro. Porém, a Rupia continuou na trajetória de queda; as autoridades da Indonésia mostraram que era realmente necessário um programa normal do FMI, e não o de “precaução”.

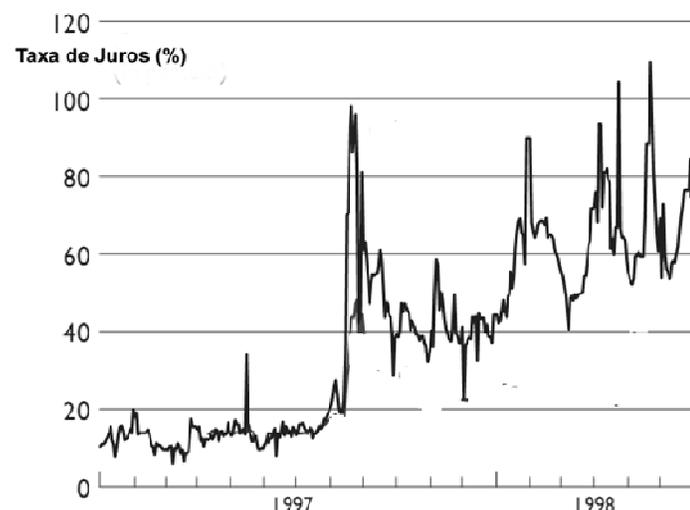


Figura 19 - Evolução da Taxa de Juros da Tailândia (1996-98)

Fonte: FMI, 2003.

Em novembro de 1997, o FMI negociou um acordo de U\$ 10 bilhões, com mais U\$ 8 bilhões do Banco Mundial e do Banco de Desenvolvimento Asiático (*Asian Development Bank*). Até esse ponto, pensando que a crise era apenas um simples efeito de contaminação, o objetivo macroeconômico chave do programa foi estabelecido pra corrigir a desvalorização da Rupia. Entretanto, se a equipe do FMI tivesse questionado a razão da crise na Indonésia, os objetivos do programa seriam completamente diferentes.

O programa objetivou restaurar a confiança do mercado com as seguintes medidas:

- Mantendo políticas macroeconômicas prudentes com metas de manter um superávit fiscal combinado com um limite na expansão monetária;
- Focar no problema do setor financeiro fechando 16 bancos; e
- Empreender reformas estruturais para melhorar a transparência e eficiência econômica.

Entre 1997-98 o crescimento do PIB conseguiu se manter em 4,7% como indicado na Tabela 9. A reação ao programa foi positiva. A Rupia se fortaleceu bem durante os dois primeiros dias devido à intervenção no mercado cambial pela Cingapura e Japão, porém esta virada foi curta. A turbulência do mercado reiniciou com a negação do Presidente para fechar um dos bancos que seu filho era dono. Ademais, o Governo anunciou que não iria fechar mais nenhum banco (que era uma exigência do FMI) e que manteria a liquidez destes para que se mantivessem vivos. Essas reversões nas decisões colocaram sobre questionamento a seriedade do Governo da Indonésia e questionaram a credibilidade do programa do FMI. Portanto, a consequência foi a perda do controle monetário.

Tabela 9 - Estrutura Macroeconomica da Tailândia em Relação a LOIs (1997-98)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Crescimento real do PIB (%)	7.5	8.2	7.8	4.7	-13.1	0.8	4.9	3.4
Inflação (dez/dez, %)	9.6	9.0	6.0	10.3	77.6	1.9	9.3	12.5
Saldo em Conta Corrente (US bilhões)	-2.8	-6.4	-7.7	-4.9	4.1	5.8	8.0	6.9
Exportações (Δ%, US)	8.8	13.4	9.7	7.3	-8.6	-0.4	27.7	-16.1
Importações (Δ%, US)	12.9	27.0	5.7	-2.9	-34.4	-12.2	39.6	-7.5
Dívida externa (US bilhões)	100.9	113.7	121.1	146.6	159.8	158.4	149.6	139.8
Reservas Internacionais (US bilhões)	12.1	13.7	18.3	16.6	22.7	26.4	28.5	27.2
Taxa de Câmbio (Rp/US\$)	2,198	2,294	2,362	4,375	7,850	6,988	9,675	10,450
Taxa de Câmbio Real (1990=100)	100.2	100.0	103.9	62.1	65.8	72.7	62.9	66.3

Fonte: FMI, 2003.

Após a queda da taxa de juros, passeatas, saúde do Presidente (que diminuiu a confiança do mercado) o Rupia desvalorizou-se mais do que qualquer outra moeda durante a crise asiática, numa trajetória de Rp 2000 em 1996 para Rp 16000 em meados de 1998 (ver Figura 19).

Com o fracasso do programa e, especificamente das reformas, criou-se um clima no qual a atenção pública estava focada em denúncias de corrupção e fragilidades do sistema econômico que se desenvolveram na Indonésia. Assim, a equipe do FMI foi forçada a exigir medidas de reformas estruturais mais específicas e uma programação mais definida. A estratégia adotada foi a de fortalecer condicionalidades estruturais (com participação do Banco Mundial. No entanto, o novo programa não incluiu novas estratégias para lidar com reestruturações da dívida.

Para controlar os bancos com problemas de liquidez foi criado o *Indonesian Bank Restructuring Facility (IBRA)*⁴², e, com a criação deste banco, foram tomadas medidas para lidar com dívidas corporativas.

Apesar das medidas tomadas, a Rupia continuou a se desvalorizar. A rápida expansão da base monetária, a níveis que excederam as metas, também continuou. Mesmo com a turbulência, o presidente foi re-eleito, e a Rupia continuou a se desvalorizar em meio a mais

⁴² O IBRA foi exigido a fechar ou a controlar bancos que representavam quase 30% do sistema bancário, incluindo virtualmente todos os grandes bancos privados no país. Assim, o IBRA acumulou em ativos um valor que chegou a 20% do PIB. Dessa forma, a Indonésia adotou a medida mais centralizadora, durante a crise, para lidar com os resultados pós-crise no setor bancário (ENOCH et al, 2001).

denúncias de corrupção e nepotismo. Com o desenrolar desses eventos, foi necessário criar mais um programa, revisado em abril de 1998, diferenciando-se do de janeiro em dois aspectos: a base fiscal era um pouco mais frouxa, já que a queda da produção de bens e serviços era mais evidente. E segundo, as taxas de juros foram elevadas acentuadamente pela primeira vez desde a intervenção do FMI. Porém, com a rupia continuando a se desvalorizar e a inflação chegando a níveis de quase 80% a.a.

Assim, foi necessária a introdução de um novo programa de U\$ 6,3 bilhões. As autoridades reestruturaram as dívidas do setor corporativo com os credores internacionais, além de reestruturar a dívida pública externa junto com o Clube de Paris. As políticas adotadas neste programa foram a grande causa dos níveis da inflação, porém, foram elas responsáveis pela valorização do câmbio.

Entretanto, a reestruturação da dívida do setor corporativo provou-se difícil. A produção continuou a cair no segundo semestre de 1998, principalmente por causa da queda nos níveis de investimento — queda de 33% entre 1998-99 que gerou uma queda de 13% do PIB. Por fim, a crise da Indonésia teve a pior consequência em sua economia de todos os países afetados no leste asiático.

Algumas das lições que podem ser aprendidas com a crise bancária da Indonésia são:

- Ações para lidarem com problemas de crises bancárias precisam ser tomadas sob circunstâncias de significativa incerteza. É necessário dar alta prioridade para remover o ambiente de incerteza o mais rápido possível, e o foco tem que ser centralizado em guiar, monitorar e responder ao público a verdadeira situação enquanto esta se desenvolve.
- Postura centralizada quando se trata de reestruturações bancárias, estabelecendo uma única entidade responsável pelo controle dos bancos tomados ou fechados e administração dos ativos adquiridos durante o período de reestruturação. Um nível alto de transparência e governança fornece a esta agência a melhor proteção. Concomitantemente, uma ação mais rápida para incluir todos os requisitos em reformas legais é o elemento primordial para que a agência opere de maneira eficaz.
- O papel de bancos estatais em crises bancárias necessita de uma supervisão cuidadosa. Bancos como estes podem parecer mais estruturados do que realmente são. A sua situação precária e insolvente pode ter sido maquiada pela falta de liquidez enquanto os depositantes correm para retirar seus ativos.

Na Indonésia, a recapitalização dos bancos estatais provou ser a parte mais custosa dentro da reestruturação do setor bancário.

- A estrutura da taxa de juros (entre bancos e mercados bancários, e entre taxas de depósito e empréstimos dos bancos) fornece informações críticas durante a crise bancária na percepção do mercado referente à força relativa dos bancos, a administração bancária em resposta às crises, e aos custos para solucionar os problemas das crises.

A transparência é indispensável durante a administração de uma crise bancária. Primeiro, para gerar confiança do público nas ações que as autoridades estão tentando atingir. Segundo para gerar apoio do público para uma estratégia de solução a ganhar assistência pública na introdução da estratégia (devedores e donos dos bancos insolventes). E terceiro, para assegurar que as ações tomadas pelas autoridades são irreversíveis⁴³.

Para Enoch et al (2001), a ausência de uma supervisão fortalecida e a imposição de regulamentações no setor bancário, forneceram as “sementes para a recém crise bancária da Indonésia”. Os adiamentos para tomar decisões acrescentaram um custo substantivo para a crise. Enquanto os bancos têm de ser operados superavitariamente, eles também têm de ser supervisionados para assegurar que não ocorram os problemas sistemáticos no setor bancário.

3.5.3 Crise da Coreia do Sul (1997-98)

Antes da crise, muitos acreditavam que os fundamentos econômicos da Coreia do Sul eram saudáveis e que uma crise era impossível de ocorrer. As variáveis macroeconômicas e os indicadores da dívida externa sugeriam que a Coreia não seguiria o mesmo caminho do México e da Tailândia. Entretanto, a Coreia se encontrou numa crise cambial e financeira devido a problemas estruturais e macroeconômicos, que conduziram a nação a (i) superinvestimento no setor corporativo, (ii) uma estrutura financeira altamente vulnerável, e (iii) empréstimos excessivos pelo setor bancário.

Como pode ser analisado na Figura 20, os primeiros sinais evidentes de problema na economia coreana surgiram quando o déficit em conta corrente aumentou de 2% do PIB em 1995 para 5% em 1996, a taxa de crescimento das exportações caiu de 31% para 15%, O PIB declinou de 14,6% para 7,1%. Enquanto isso, o endividamento externo aumentou de U\$78 bilhões em 1995 para U\$100 bilhões em 1996, que representava 76% das exportações.

⁴³ No caso da Indonésia, o IBRA tomou medidas de intervenção em 54 bancos. Em fevereiro de 1998, houve uma grande falta de transparência que resultou num processo muito custoso, a ponto de a estratégia de reestruturação perder a confiança geral do público (ENOCH et al, 2001).

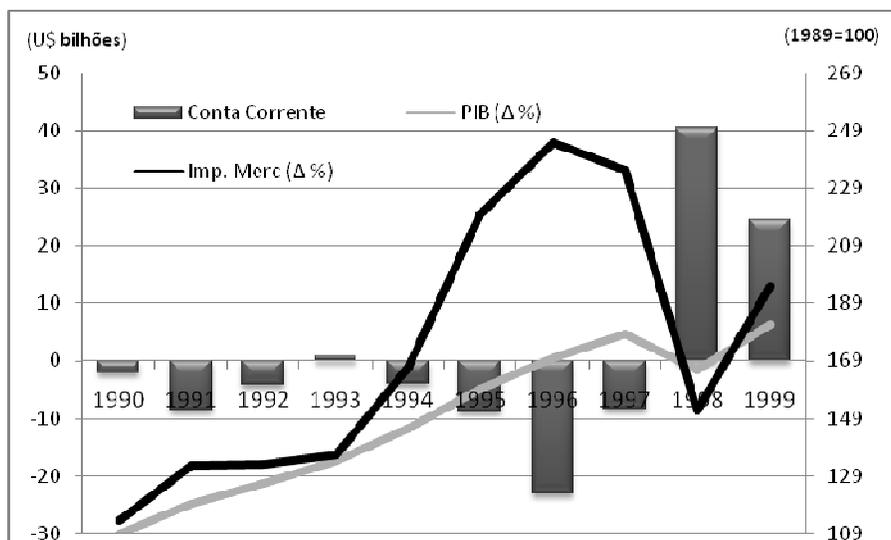


Figura 20 - Importação de Mercadorias $\Delta\%$ (1989=100), Crescimento do PIB $\Delta\%$ (1989=100) e Saldo em Conta Corrente da Coreia do Sul (1990-99).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

A desaceleração das exportações coreanas pode ser explicada por diversos fatores, entre eles: relativa apreciação da moeda coreana, recessão no Japão, e uma queda precipitada nos preços mundiais os produtos da base exportadora da Coreia do Sul. Assim, 50% das exportações coreanas foram afetadas, levando pânico e pressão sobre os grandes *chaebols* e forçando alguns destes grupos a declararem bancarrota mesmo com um grande auxílio financeiro fornecido a esses conglomerados (Quando a Kia Motors declarou *default* em 1997, as bolsas coreanas, sofreram uma queda de cerca de 50%). Enquanto isso, a moeda coreana desvalorizou-se um pouco mais de 50% num período de duas semanas (ver Figura 12). Assim, a classificação dos títulos coreanos caiu de status de A1 para *Junk-Bonds* pela *Moody's* e *Standard and Poor's* no dia de 11 de dezembro de 1997, quando o FMI forçou a revelação da verdadeira situação das reservas externas⁴⁴.

As causas da crise financeira coreana são bem complexas, e resultam do casamento de vários fatores que a geraram: abertura precoce da conta de capitais, vulnerabilidade a choques externos, fluxos de capitais excessivos, inadequações institucionais nacionais e internacionais, erros de políticas domésticas e choques exógenos no ambiente externo. Individualmente, nenhum desses fatores causaria uma crise financeira.

⁴⁴ Essa reclassificação dos títulos coreanos impossibilitou que estes fizessem parte de portfólios de investimentos dos bancos internacionais. Assim, os bancos não só foram impossibilitados de renovar seus empréstimos, bem como começaram a retirar fundos da Coreia em torno de US\$1 Bilhão por dia (ALDEMAN e BYUNG NAK, 1999).

Como podemos ver na Figura 21, a entrada de fluxos de capitais na economia aumentou significativamente devido às políticas que liberalizaram a economia. Investimentos em portfólio tiveram a maior participação nos fluxos de capitais até 1996. Entretanto, a participação dos fluxos de bancos comerciais foram os quais mostraram a maior reversão de todos em 1997, resgatando cerca de U\$ 20 bilhões.

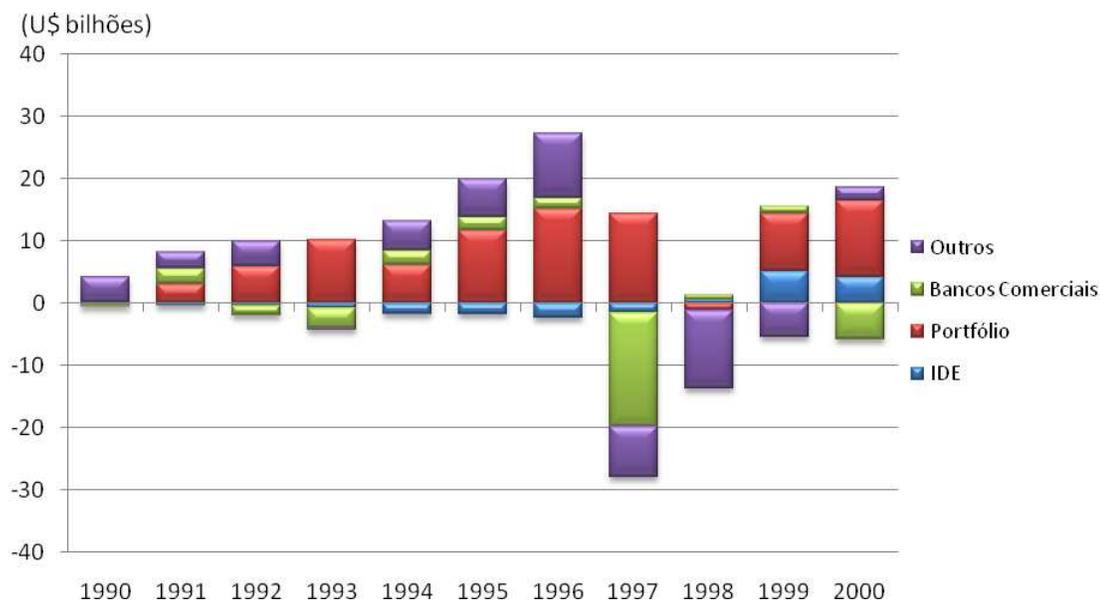


Figura 21 - Fluxos Privados Líquidos para a Coreia do Sul(1990-2000)
Fonte: JOMO, 2005. Elaboração própria.

Além do mais, o setor corporativo coreano era altamente alavancado por linhas de crédito subsidiadas e direcionadas para setores específicos, por bancos governamentais como uma política para fomentar as exportações. Assim, os bancos acabaram não só com um portfólio inseguro de empréstimos, mas também com uma baixa filtragem de projetos rentáveis e “de risco moral” dos emprestadores. Portanto, a saúde financeira do setor bancário estava atrelada ao comportamento do setor corporativo. Sem as adequações pertinentes, o sistema bancário coreano foi privatizado, liberalizado e desregulamentado. Porém com uma estrutura inadequadamente regularizada e supervisionada, permanecendo, assim, susceptível à manipulação e fraudes.

Os primeiros passos da liberalização da economia coreana começaram no início da década de 1980, quando os bancos foram privatizados. Em relação à liberalização da conta de capitais, as seguintes medidas foram tomadas:

- Aumento no teto da participação de fundos estrangeiros em ativos financeiros de 26 para 55%;

- Aumento no teto da participação de pessoas físicas de países estrangeiros de 7 para 50%;
- Remoção imediata de restrições de acesso internacional aos instrumentos do mercado monetário nacional; e
- Organizar uma programação para eliminar todas as restrições em empréstimos ao setor corporativo até 1998. (ALDEMAN e BYUNG NAK, 1998)

Além disso, na década de 80, a Coreia perseguiu uma política de manutenção dos juros reais positivos, a fim de incentivar a população a aumentar a taxa de poupança e alavancar o nível de investimento internacional. O intuito dessa política era desacelerar a inflação e melhorar, bem como financiar, substantivamente, as taxas de investimentos. Assim sendo foi o endividamento externo a partir de tomadas de empréstimos *off-shore* foi extremamente incentivado. Entre 1990-1995, a dívida externa cresceu 70%, o que significou, na época, 12% do PNB e 44% do total das exportações (Aldeman e Byung Nak, 1998). Como a Coreia estava compromissada em manter uma taxa de câmbio estável, então a dívida de curto-prazo estava impossibilitada de ser *hedged*. Além disso, como pode ser visto na Figura 22, a partir de 1993, quando houve a liberalização, o crescimento das dívidas de curto-prazo acelerou, para compor mais de U\$ 1,3 bilhão de dólares, colocando a solvência dos bancos e, indiretamente dos *chaebols*, muito sensíveis às flutuações da confiança externa.

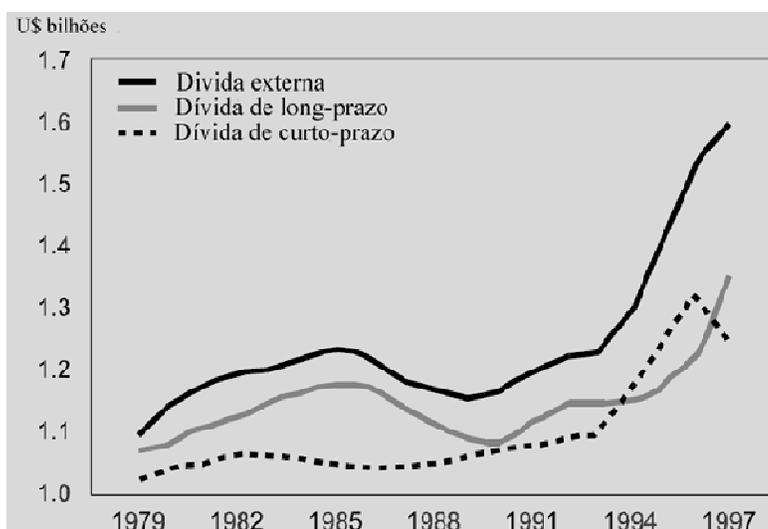


Figura 22 - Composição da Dívida Externa Coreana (1979-97)
Fonte: Je Cho, 1999.

O mercado de capitais da Coreia foi fechado aos estrangeiros durante a maioria do período de seu desenvolvimento e foi se abrindo progressivamente com muita cautela. Assim, as barreiras a investimentos externos só caíram completamente em 1992. Entretanto, a abertura total da economia coreana só veio a acelerar em 1994, para preparar a economia para a entrada ao OECD e por pressão dos Estados Unidos.

Antes da crise, a taxa nominal de juros da Coreia estava entre 12-13% a.a, comparado com uma taxa média mundial de 6-7% a.a, tornando, assim, o endividamento externo mais atrativo. Como as empresas não tinham outras opções para levantar capital, essas foram obrigadas a seguir o caminho dos empréstimos. Portanto, como havia uma diferença gritante entre a taxa de juros interna e a externa, os balanços dos bancos estavam ficando cada vez mais em zonas de risco e colocavam a estabilidade macroeconômica na zona de perigo, gerando, assim, uma corrida para a liquidez. Esses erros tornaram-se muito custosos à economia coreana. Oito, dos trinta maiores *chaebols*, decretaram bancarrota durante o primeiro semestre de 1997, e o restante cortaram investimentos, reduziram salários e venderam firmas para estrangeiros (Aldeman e Byung Nak, 1998).

A liberalização do mercado de capitais permitiu que o setor privado coreano tivesse acesso, sem restrições, aos mercados de créditos internacionais. Assim, quando a crise asiática teve início na Tailândia, os bancos internacionais, preocupados em abrir novos empréstimos a todos os países da Ásia, negaram rolar a dívida da Coreia.

No período antes da crise de 1997, faltou liderança por parte do Governo para implementar os ajustes necessários para liberalizar e desregular a economia gradativamente. Além do mais, o desenvolvimento institucional do sistema bancário privado, tornou o sistema financeiro coreano vulnerável à corrupção. Foram negociados empréstimos com os *chaebols* com problemas financeiros em troca de propinas. No final de 1996, houve uma tentativa de resgatar um dos maiores *chaebols* que estava decretando falência na época, o Hanbo Steel⁴⁵.

Em outubro de 1997, com o início do ataque especulativo sobre a moeda, uma tentativa mal sucedida foi montada para segurar a desvalorização do Won. Como podemos observar na Figura 23, o Governo utilizou 60% das reservas internacionais (menos ouro) neste esforço frustrado, resultou num balanço negativo de U\$ 15 bilhões. Portanto, as respostas iniciais do Governo à crise, enquanto esta se desenvolvia, foram consideradas fúteis e

⁴⁵ Bancos comerciais foram obrigados, por políticos intimamente ligados ao Presidente, a estender os empréstimos num montante total de U\$ 7,2 bilhões, sob a ameaça de demissão dos respectivos bancos. Portanto, os presidentes que se negaram a ofertar novos empréstimos a Hanbo Steel foram colocados na cadeia (Aldeman e Byung Nak, 1998).

perversas: elas aumentaram ainda mais a vulnerabilidade do sistema financeiro coreano sem resolver os problemas da crise corporativa.

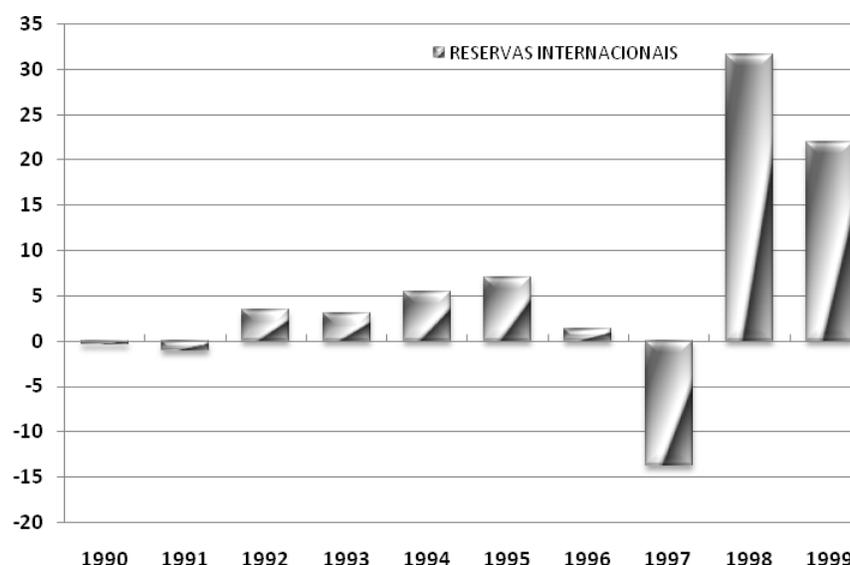


Figura 23 - Reservas Internacionais (menos ouro) da Coreia do Sul em US\$ bilhões (1990-99)
 Fonte: UNCTAD, *Handbook of Statistics Online*, 2007. Elaboração própria.

Em novembro de 1997, o Governo anunciou um pacote de reestruturação para lidar com a crise financeira. Este pacote englobou:

- Melhoramento da capacidade financeira da corporação Coreana;
- Reestruturação de instituições financeiras, através de fusões e entradas de novos fundos por investimentos nacionais e estrangeiros;
- Fornecimento de um seguro ainda maior para depósitos bancários, pelo aumento de capital à Corporação de Depósitos de Seguros (*Deposit Insurance Corporation*); e
- Uma maior liberalização da conta de capitais por meio do aumento nos limites de investimentos individuais por estrangeiros e garantindo títulos corporativos com maturidade acima de três anos.

Este pacote foi anunciado apenas duas semanas antes da eleição presidencial não sendo, portanto, visto com muita credibilidade. Como resultado, a bolsa de valores e a moeda coreana continuaram caindo.

No mês de novembro de 1997, com o acúmulo dos problemas financeiros, o Governo coreano foi forçado a pedir ajuda financeira ao FMI. O resultado foi o maior pacote de resgate

financeiro da história do FMI até aquela época (US\$ 57 bilhões)⁴⁶. O FMI exigiu diversas medidas do Governo para liberar o empréstimo:

- Política monetária rígida com uma alta taxa de juros para estabilizar os mercados (chegando a 30% a.a);
- Política fiscal rígida;
- Fortalecimento do sistema financeiro através da extinção de firmas insolventes, disciplina de mercado, supervisão prudencial e aumento da competição (foi exigido de 16 bancos que esses apresentassem um plano de reestruturação viável para não terem que fechar as portas);
- Aumentar a liberalização comercial; e
- Facilitar a demissão de funcionários (O pior resultado foi o aumento do desemprego, que foi de 2% em outubro de 1997, para 6,5% em junho de 1998) (ALADEMAN e BYUNG NAK, 1998).

A crise financeira coreana talvez não tivesse ocorrido se a Coreia tivesse esperado de cinco a sete anos para se juntar ao grupo do OECD e ter usado tempo para:

- (1) Fortalecer sua balança de pagamentos e do setor corporativo;
- (2) Dar uma maior independência aos bancos para fazerem empréstimos;
- (3) Aumentar a capacidade dos bancos em avaliarem financeiramente os projetos propostos e a solvência das corporações; e
- (4) Aumentar a transparência das demonstrações contábeis do setor corporativo.

A crise financeira da Coreia de 1997-1998, não pode ser explicada por causa de um único fator, mas sim por uma confluência de fatores, para os quais circunstâncias nacionais e internacionais contribuíram significativamente. Como causas nacionais tivemos: (1) falta de comprometimento da liderança com o desenvolvimento; (2) corrupção; (3) empréstimos motivados por elos de corrupção; (4) manutenção de um regime de alta taxa de juros; (5) uma mistura incorreta de regulamentações e liberalização do sistema financeiro, tirando os controles sobre o mercado financeiro de capitais.

Ademais, erros foram cometidos pelos devedores da Coreia e credores, que foram ainda rápidos em emprestar o dinheiro e mais rápidos para retirar o dinheiro.

⁴⁶ US\$ 21 bilhões do FMI, US\$10 bilhões do Banco Mundial, US\$4 bilhões do *Asian Development Bank*, e o restante de empréstimos bilaterais (JE CHO, 1999).

A crise pode ter ocorrido também como resultado de uma incompatibilidade entre uma política financeira independente, que a Coreia tentou perseguir, com um sistema financeiro internacional que funciona com movimentações de capital desregulamentadas. Um dos erros coreanos, em relação às políticas escolhidas, foi tentar ter uma taxa de câmbio que estava desalinhada e uma taxa de juros que estava desalinhada com a taxa de juros mundial, enquanto que o seu mercado financeiro estava em processo de liberalização.

Uma lição importante da crise financeira asiática é que fluxos internacionais de capital podem causar severos danos e ameaças à estabilidade econômica, e que alguma regulamentação ou outros impedimentos ao capital de curto-prazo são necessários.

3.5.4 Crise Financeira da Malásia (1997-98)

Após décadas de crescimento econômico estrondoso, a Malásia começou a sentir os efeitos colaterais de suas políticas internas e externas quando as autoridades japonesas e americanas decidiram fazer uma apreciação controlada do dólar em 1995. Na época o ringgit era fixado ao dólar americano. Como resultado, os efeitos indiretos na economia malásia incluíram: queda na competitividade do setor exportador (ver Figura 24), um aumento no déficit em conta corrente, e um regime cambial cada vez mais instável. O crescimento das exportações atingiu seu ápice justamente no final de 1994, na véspera da estratégia da apreciação do dólar americano, só voltando a ter crescimento significativo em 1999 (dois anos depois da crise).

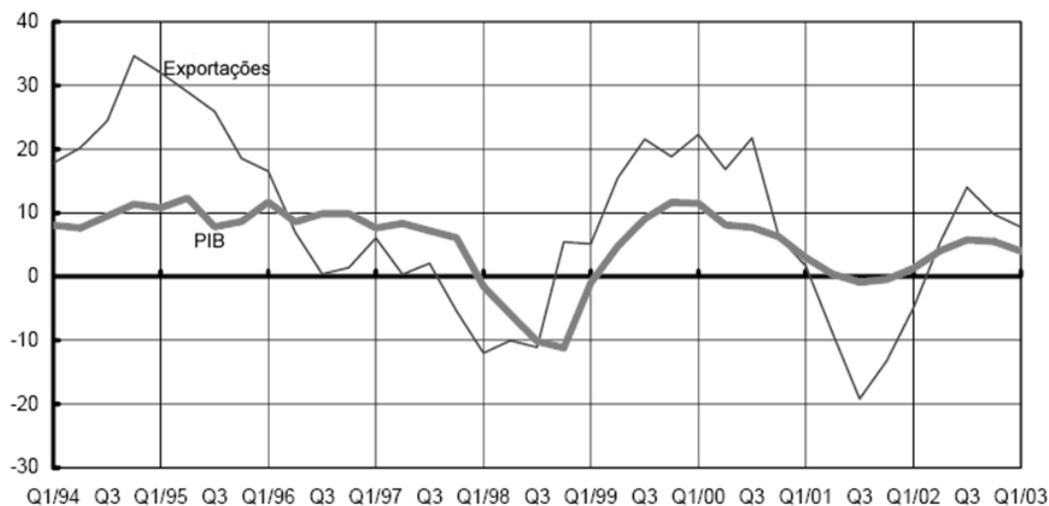


Figura 24 - Evolução das exportações e PIB da Malásia $\Delta\%$ (1994-2003).
Fonte: JOMO, 2005.

Quando o ringgit malásio sofreu um ataque especulativo em Julho de 1997 o Governo malásio estava despreparado para a turbulência que estava para vir. No momento dos ataques ninguém sabia explicar porque a moeda estava se desvalorizando com tanta rapidez em relação ao dólar americano.

Sabe-se que na raiz dos problemas podemos encontrar que a ideologia do “mercado livre” estava controlando as políticas dos países emergentes. Desregulamentação, liberalização, privatizações, e Governos menores se tornaram as premissas de políticas econômicas da década de 1990.

Embora o comércio internacional de bens e serviços no sudeste asiático estava bem estabelecido durante décadas, a avalanche de fluxos de empréstimos bancários e de portfólio balanceou a economia da Malásia. As autoridades financeiras do país pavimentaram o caminho para o colapso financeiro de 1997 através de empréstimos externos e investimentos regionais impulsivos. Ao invés de depositar as grandes quantidades de capitais que entraram no país entre 1980 e 1990, os banqueiros malásios injetaram o capital no setor imobiliário e no mercado de capitais, resultando na criação de uma bolha imobiliária e um mercado acionário inflacionado. A crise que veio a seguir foi causada por retiradas maciças de capitais, que progrediu numa depreciação do ringgit e acabou com uma crise real da economia que provocou alto índice de desemprego e recessão profunda.

Desde sua independência em 1957, a economia da Malásia esteve atrelada com investidores estrangeiros e com o comércio internacional. Portanto, o regime cambial mais apropriado para países com essas características sempre foi um regime cambial fixo, por uma razão: a estabilidade monetária estabelece a confiança do mercado. Uma taxa de câmbio previsível é essencial para uma economia voltada para a exportação. Portanto, o ringgit malásio se manteve fixado ao dólar americano entre o período de 1974-97.

Porém, em 1995, com a apreciação do dólar americano em relação ao iene japonês, o ringgit também seguiu o mesmo rumo. Assim os investimentos externos diretos se tornassem menos atrativos, levando conseqüentemente a um aumento no *déficit* em conta corrente (como pode ser visto na figura 25) O golpe final, que precede a crise, foi o colapso da moeda tailandesa.

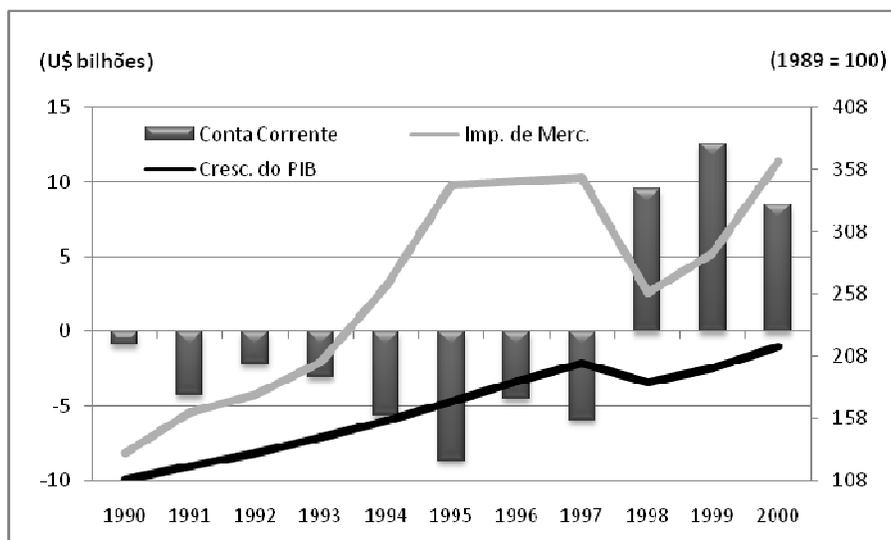


Figura 25 - Malásia – Evolução do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões), PIB Δ % (1989=100), e Importações de Mercadorias Δ % (1989=100).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

No início da década de 1990, o Governo incentivou o investimento externo em portfólios eliminando ganhos de capitais e impostos sobre tais operações. As razões dessas decisões estavam claras: as autoridades malásias buscavam atrair capitais de fundos de IDE, desenhando uma estratégia econômica baseada no investimento vindo de fora. Porém, a total liberalização da Bolsa da Malásia no final da década de 1980 e no início da década de 1990 foi uma política induzida externamente, conduzida por pressão dos Governos dos países desenvolvidos, FMI, Corporação Internacional de Finanças (*International Finance Corporation*) (braço de investimentos privados do Banco Mundial)⁴⁷. Assim, o compromisso em manter a estabilidade da taxa de câmbio, uma conta de capitais aberta, e fundamentos macroeconômicos sólidos criou o ambiente perfeito para investimentos. Como pode ser analisado na Figura 26, durante o início da década, houve um aumento significativo dos fluxos, especialmente o de Investimentos Diretos Externos que estavam em torno de U\$ 5 bilhões na véspera da crise. Com o estouro da crise, os fluxos para bancos comerciais e outros fluxos privados sofreram uma queda acentuada.

⁴⁷ As autoridades da Malásia não reacearam tal decisão, o principal índice do mercado acionário da Malásia subiu de 506 pontos para acima de 1200 pontos entre 1991 e 1993 (CHARETTE, 2002).

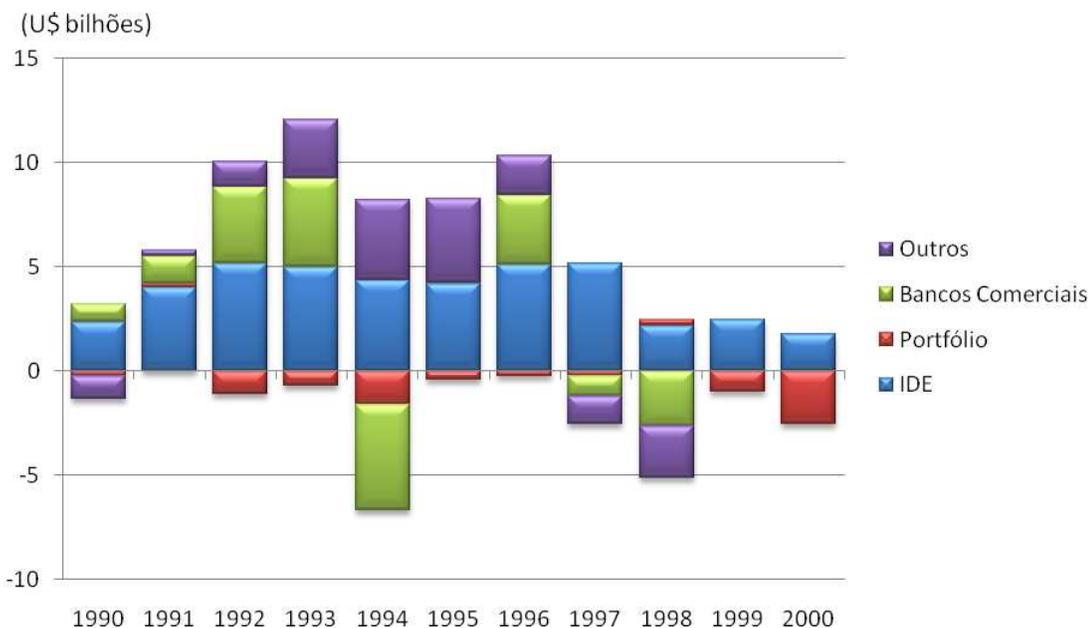


Figura 26 - Fluxos Privados Líquidos para a Malásia (1990-2000)
 Fonte: JOMO, 2005. Elaboração própria.

A política de empréstimos bancários do exterior merece atenção especial devido ao fato que foi esta que impediu que o país necessitasse recorrer ao FMI após a crise de 1997. Em meados de 1980, houve a falência de um grande banco doméstico, e o Governo foi forçado a criar o Ato de Instituições Financeiras e Bancárias (*Bank and Financial Institutions Act* - BAFIA) em 1989, uma iniciativa que restringia empréstimos privados do exterior. O BAFIA preveniu os bancos e pessoas físicas a que se expusessem em excesso à empréstimos de curto-prazo (um problema que forçou a Coreia do Sul, Indonésia, e a Tailândia a recorrerem ao FMI após a crise).

Porém, os bancos da Malásia não foram tão prudentes quando lidaram com enormes quantidades de divisas estrangeiras que fluíram ao país durante o boom de 1990. Empréstimos, excessivos e históricos, para investimentos no setor imobiliário e acionário expuseram a economia ao risco especulativo. Isto foi agravado pelo aumento dos déficits em conta corrente. Com a reversão dos fluxos de capitais para fora do país, alguns bancos tornaram-se insolventes em 1997.

Mesmo assim a Malásia não recorreu ao FMI. O fator que auxiliou a Malásia a não ser forçada a recorrer ao FMI é que suas obrigações externas eram menores do que suas reservas internacionais. Isto foi resultado de regulamentações governamentais sobre empréstimos externos, como mencionado anteriormente. Esta foi uma das grandes lições aprendidas pela comunidade internacional: o Governo necessita ter o papel de supervisor para manter fluxos de empréstimo externo compatíveis com a economia.

As grandes quantidades de influxos de capitais, durante a primeira metade da década de 1990, criaram uma percepção de uma moeda desvalorizada. Essa percepção atraiu ainda mais influxos de capitais enquanto os investidores especularam em busca de maiores retornos. Entretanto, o Banco Central da Malásia manteve o seu compromisso e simplesmente permitiu que a oferta de moeda doméstica aumentasse com a crescente entrada de capitais ao país, inflando ainda mais a bolha do setor imobiliário e financeiro. A crise teve início com a fuga de capitais devido a suspeitas de que a economia estava inflacionada e continuou com uma especulação pesada que desvalorizou o ringgit. Quando o apoio à moeda fracassou, a desvalorização foi a única opção, resultando em uma crise econômica e uma recessão profunda.

Sabe-se que a Malásia não precisou recorrer ao FMI para obter pacotes de resgates, pois a nação tomou um caminho alternativo ao reverter seu compromisso de manter a conta de capitais aberta, fixando seu câmbio, e impondo controles de capitais sobre a saída de capitais. Controle de capitais aumentam os custos de “fazer negócios” em um país e são difíceis de impor, porém o custo é muito menor quando esta medida permite que a taxa de juros se mantenha em patamares baixos.

Charette (2002), defende que após a crise, os controles de capitais impostos em 1998 aparentaram ser benignos pelo fato de que boa parte do capital já havia saído do país. Porém, esta política forneceu medidas de segurança em um tempo de instabilidade cambial. Por um lado, os controles foram inúteis em conter os fluxos de capitais de saída, enquanto pelo outro, os controles deram um espaço para o Governo respirar para arquitetar um plano de recuperação focada da reabilitação da economia doméstica. Porém, este foi só um dos passos para recuperar a economia por inteiro. A Malásia foi um dos únicos países asiáticos a não ter uma grande “corrida aos bancos”, comparada com os outros países que sofreram com a crise asiática de 1997. Este fato pode ser atribuído a criação de uma agência governamental de re-capitalização, Danamodal, em janeiro de 1998. O Danamodal injetou 11 bilhões de ringgits no sistema bancário sob a condição de que 70 bancos se consolidassem a dez bancos “âncora” e a outras vinte instituições de empréstimos. O Banco Central da Malásia monitorou a consolidação de perto para que o resultado fosse um número menor de bancos mais adaptáveis a pressão da competição internacional.

A recuperação da Malásia veio em 1999, quando a confiança do mercado voltou e a demanda por bens eletrônicos aumentou. A moeda voltou a ser fixada, porém dessa vez, a níveis mais desvalorizados. Isso deu um combustível a mais para o setor exportador voltar a crescer e permitiu que a nação tivesse retomasse o superávit em conta corrente.

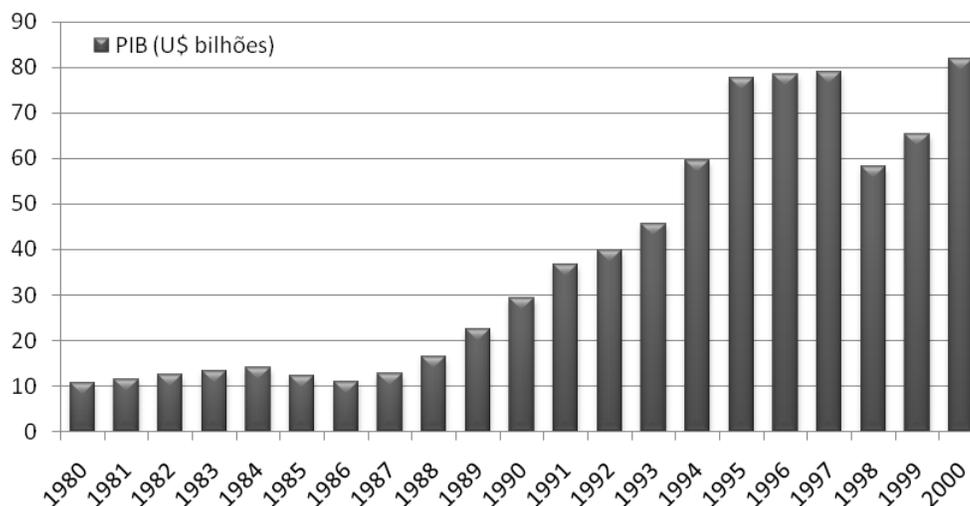


Figura 27 - Evolução do PIB (U\$ bilhões) da Malásia (1980-2000).

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

3.6 Crise financeira da Rússia (1998-99)

Após seis anos de reformas econômicas, privatização e estabilização macroeconômica, a Rússia experimentou pouco sucesso econômico. Porém, em agosto de 1998, após conquistar o primeiro ano de crescimento positivo pós era soviética, a Rússia foi forçada a declarar moratória sobre a sua dívida soberana, desvalorizar o Rublo, e declarar a suspensão de pagamentos pelos bancos comerciais aos credores estrangeiros.

Crises como esta, freqüentemente, são consideradas que emergem de uma combinação de condições econômicas com grandes déficits e baixas reservas internacionais. Essas crises geralmente são acionadas pelo “efeito de contágio”.

Houve duas principais razões da crise financeira russa:

- A crise financeira asiática que contaminou a economia mundial e atingiu o capitalismo “frágil” da Rússia; e
- As políticas do Governo russo.

Entre 1991-96, com a queda da União Soviética, a Rússia estava liberalizando preços e começando a desmontar os instrumentos do antigo sistema de planejamento centralizado soviético. A desintegração econômica e política e as dificuldades de aplicar as novas políticas macroeconômicas, resultaram numa queda do crescimento do PIB, como demonstrado na Figura 28.

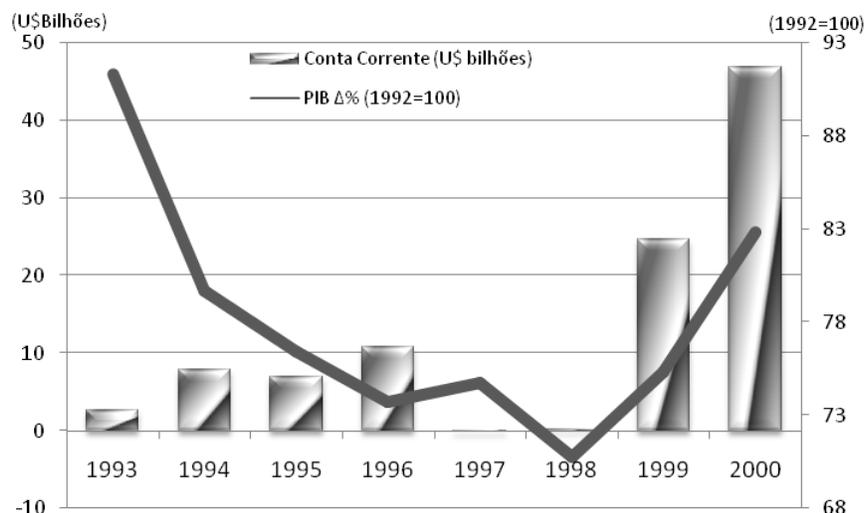


Figura 28 - Rússia - Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões), Crescimento porcentual do PIB em US\$ (1992=100).
 Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007; UNCTAD, *Handbook of Online Statistics*, 2007.
 Elaboração Própria.

Esse período também foi marcado pelos seguintes fatores:

- Instabilidade financeira com hiperinflação (resultado do descongelamento dos preços em 1992);
- Queda drástica do PIB;
- Retida gigante de fluxos de capitais; e
- Aumento acelerado do índice de desemprego⁴⁸.

A liberalização dos preços em 1992, combinada com um aumento da oferta da moeda, aumento dos empréstimos e aumento do déficit em conta corrente, resultou num grande aumento dos preços. A Figura 29 mostra que a inflação, em 1992, que era mais de 1500%, sendo controlada gradualmente até 1996 chegando a 21,8%. Porém, com a crise em 1998, a inflação chegou a bater em 84,4%. A introdução do programa de estabilização econômica, em abril de 1995, resultou numa mudança radical da situação financeira e econômica. Os objetivos do programa eram curar os efeitos da inflação crônica do Rublo, através de um controle rígido sobre a oferta monetária, e de acelerar o crescimento econômico, através de uma estimulação de investimentos e crescimento real da renda interna⁴⁹.

⁴⁸ No período soviético, a indústria militar consumia 1/3 do PIB e sustentava 1/3 da população russa. Com a abertura do mercado, setores inteiros tornaram-se falidos da noite pro dia e milhões de pessoas perderam o emprego (o setor privado criou milhões de emprego para compensar) (GOLOV e MATTHEWS, 1999).

⁴⁹ Uma parte muito importante no programa de estabilização foi a de utilizar um regime de banda fixa na taxa de câmbio. Desde 1996, a Rússia decidiu também utilizar um “corredor” de cerca de 12-14% ao redor da linha de base da taxa do rublo-dólar, na qual ela podia flutuar. Como resultado, a desvalorização do Rublo foi extremamente reduzida, associada com a dolarização da economia, a inflação foi quase que controlada em alguns meses (CHIODO e OWYANG, 2002).

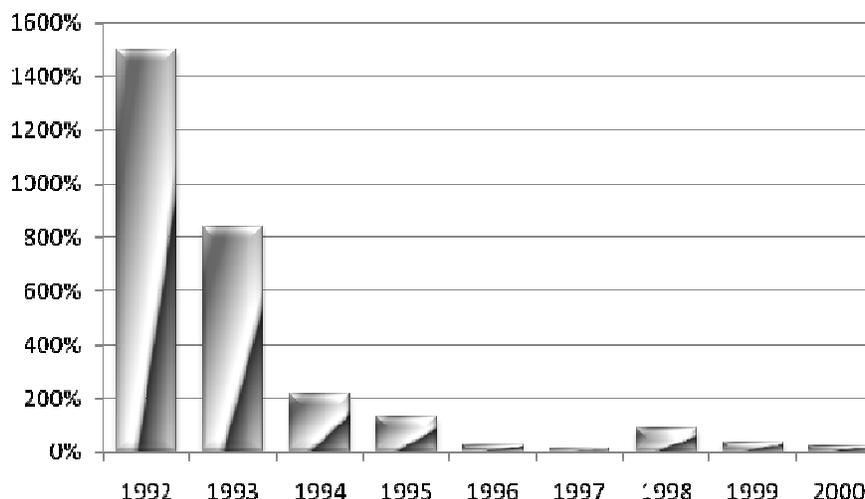


Figura 29 - Inflação, fim do período preços ao consumidor (1992-2000).
 Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

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

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

Outro problema era que os recursos financeiros para quitar as dívidas dos antigos GKO estavam vindo da emissão de novos GKO. Enquanto isso, a demanda por títulos da dívida era limitada, devido aos poucos fundos das instituições financeiras russas.

A renda derivada da alta taxa de juros e devido a taxa de câmbio que estava fixada, que parecia estar garantido os investidores contra o risco da taxa de câmbio, gerou um enorme fluxo de capitais (10,7% do PIB até a primeira metade de 1997). Esta movimentação de

capitais causou uma gradual queda na taxa de juros e permitiu ao Governo aumentar a duração da dívida⁵⁰.

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

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

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

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

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

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

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

⁵⁰ A Rússia foi permitida que fosse membro do Clube de Paris, em 1997. Assim foi possível que as dívidas russas pudessem ser roladas, baseado na análise que a classificação econômica da Rússia melhoraria (GOLOV e MATTHEWS, 1999).

Quando a evasão de divisas tornou-se irreversível, em julho de 1998, o Governo russo declarou *default* em uma parte significativa de suas dívidas e, assim o Banco Russo abandonou o regime cambial fixado gerando uma grande desvalorização do Rublo (ver Figura 30).

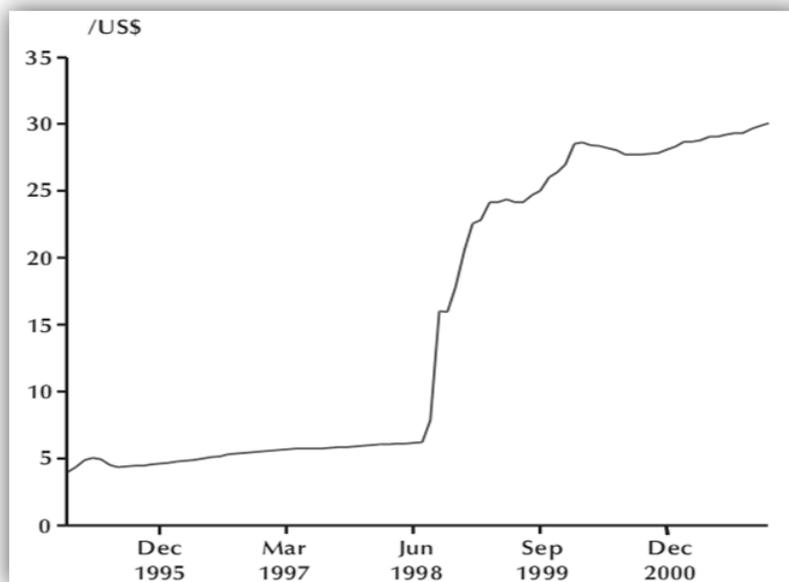


Figura 30 - Evolução do Rublo/US\$ (1994-2001)

Fonte: Chiodo e Owyang, 2002.

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

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

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

De acordo com Chiodo e Owyang (2002), existem quatro fatores principais que influenciam um ataque especulativo bem sucedido. Esses elementos-chave são (i) uma taxa de câmbio em função do regime fixado e um banco central disposto a defender isso com a sua

reserva estrangeira, (ii) um aumento constante do déficit fiscal insustentável, (iii) um controle do Banco Central da taxa de juros dentro de um frágil mercado de créditos, e (iv) expectativas da desvalorização ou aumento da inflação.

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

3.7 Crise Financeira Brasileira de (1998-99)

As origens da crise brasileira de 1998-99 podem ser traçadas nas políticas adotadas após o Plano Real, em 1994. No início da década de 1990 a economia brasileira estava passando por sérias dificuldades relacionadas à inflação. Até a implantação do Plano Real, os agentes responsáveis pelas políticas monetárias perseguiram a inflação como um problema que poderia ser solucionado por decretos e pela indexação de preços de tudo que fosse consumível. Em seus esforços periódicos para combater a inflação, esses agentes frequentemente congelavam salários e preços por períodos indeterminados. Portanto, a situação insuportável do déficit fiscal recebeu pouca atenção⁵¹.

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

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

O pivô central do Plano era de permitir o Real flutuar dentro de bandas largas e estreitas formalmente estabelecidas e ajustadas periodicamente. Também, uma desvalorização pequena, mas controlada, foi embutida dentro do sistema, a fim de acomodar os desvios do Real brasileiro com a inflação americana. Assim, apesar da crise mexicana, o Real brasileiro conseguiu manter um caminho suave e bem controlado.

⁵¹ A crise financeira no Brasil foi mais próxima do modelo de primeira geração, como sugerida por Krugman (1979), do que os outros modelos. As crises sugeridas por este modelo mostram que elas surgem do crescimento do déficit fiscal sob o regime de *crawling-peg* e reservas estrangeiras limitadas, abrindo espaço para uma onda de ataques especulativos.

Entretanto, a desvalorização controlada embutida no *crawling-peg* não foi o suficiente para acabar com a diferença entre a inflação americana e brasileira dentro do Plano Real. Então, agentes econômicos avaliaram que o Real estava sobrevalorizado.

Com o Plano Real, a inflação foi controlada com sucesso, porém outros problemas surgiram como herança da estratégia de controlar a inflação e como resultado das políticas tomadas na época. Os déficits fiscais aumentaram como resultado de uma indexação assimétrica de gastos e arrecadações. A mistura de uma política fiscal frouxa, combinada com uma política monetária rígida, conduziu a uma apreciação real do câmbio com o aumento do déficit em conta corrente a partir de 1994 como pode ser visto na Figura 31.

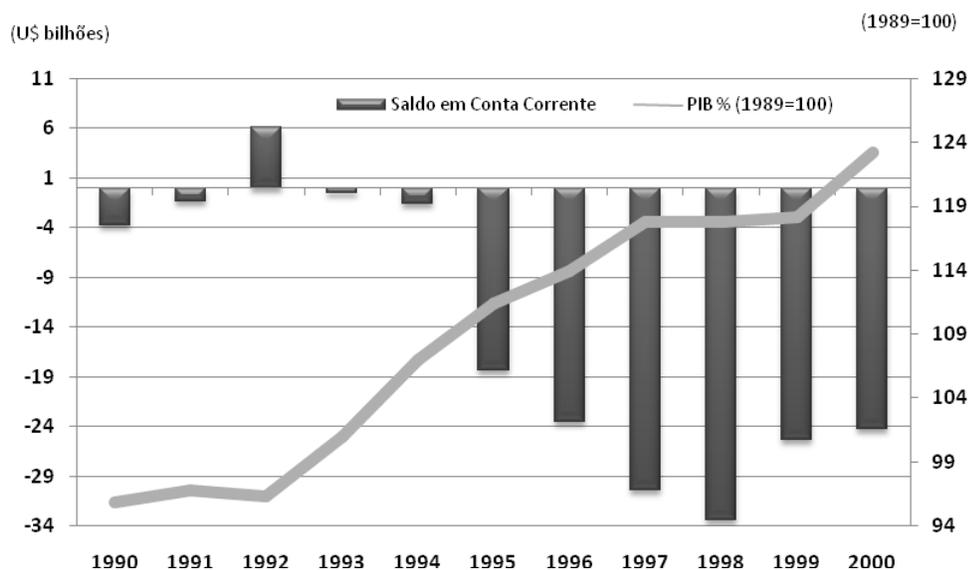


Figura 31 - Evolução do Crescimento do PIB (1989=100) e do Saldo em Conta Corrente (U\$ bilhões) No Brasil. Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

A Tabela 10 mostra que a alta taxa de juros, na época, contribuiu para o aumento da dívida pública de 30% em 1994 para 41.7% do PIB em 1998. Esses índices foram considerados altíssimos e insustentáveis e comprometeriam o crescimento econômico. Outra consequência dessa mistura de políticas foi a valorização cambial excessiva, resultado do regime cambial fixado com banda, estabelecido em 1994.

de juros pressionou o déficit fiscal, agravando ainda mais as preocupações em relação a uma futura moratória.

Durante 1998, houve uma imensa pressão por parte do FMI para que as autoridades brasileiras desvalorizassem o câmbio. Porém, o Governo brasileiro foi extremamente relutante para abandonar o regime fixo, pelo fato de que foi estimado que haveria conseqüências regionais e globais severas. A equipe do FMI estava extremamente insatisfeita com a oposição do Brasil para abandonar o *crawling peg*. Entretanto, o programa do Fundo, que foi aprovado em dezembro de 1998, previu a manutenção do regime⁵². O programa incluiu um forte ajuste fiscal (cerca de 4% do PIB) e um compromisso com uma política monetária de suporte (FMI, 2003).

Embora houvesse diversas razões para a desvalorização do Real em 1999, como citado anteriormente, a mais reconhecida foi o crescimento gritante do déficit fiscal, um problema que nunca foi resolvido, apesar dos esforços do Plano Real. Portanto, com um déficit que estava persistentemente acumulando ano após ano, num país com um histórico de moratórias, os investidores estavam ficando extremamente cautelosos, especialmente num contexto de crises financeiras.

Após a aprovação do pacote do FMI e anúncio ao público, houve uma pressão renovada sobre o câmbio, pois o Congresso Nacional estava com dificuldades para aprovar medidas fiscais exigidas pelo programa. A taxa Selic também foi cortada, apesar da reprovação do FMI, que exigiu que houvesse uma consulta referente às políticas de taxa de juros com o Fundo antes de tomar tais medidas. Em janeiro de 1999, o Governo de Minas Gerais afirmou publicamente que haveria uma moratória de 90 dias sobre o pagamento de suas dívidas. Assim, em meados de janeiro, o presidente do Banco Central foi substituído por um novo presidente, que introduziu um novo e complexo regime cambial que incorporava uma banda mais larga, numa tentativa de poder sair do *crawling-peg* com mais facilidade .

Em dezembro de 1998, o plano de redução do déficit do então presidente, Fernando Henrique Cardoso, não foi aprovado, e a velocidade da saída de capitais aumentou consideravelmente. Em dois dias as reservas internacionais tiveram uma queda de US\$ 14 bilhões; assim, o Brasil anunciou um regime cambial flutuante, no dia 15 de janeiro de 1999 (FMI, 2003).

O colapso do *peg* sinalizou o fracasso no programa original em manter o seu objetivo principal. Para amenizar a depreciação da moeda, o FMI sugeriu que o Bacen elevasse a taxa Selic para quase 40% (FMI, 2003).

⁵² O pacote aprovado constituiu de um fundo de US\$ 18 bilhões, com a adição de empréstimos colaterais totalizando em \$ 24 bilhões (BIS, Japão, Banco Mundial e o *Inter-American Development Bank*) (FMI, 2003).

O novo programa do FMI, que foi o pioneiro em usar metas de inflação como uma premissa dos programas de apoio do FMI, também apertou ainda mais a política fiscal para garantir a sustentabilidade dos pagamentos da dívida. Assim, com uma maior confiabilidade do mercado, taxa de juros em níveis altíssimos e maiores compras no mercado cambial, a taxa de câmbio foi relativamente estabilizada, como mostra a Figura 33. Além do mais, esta estabilização permitiu que a taxa Selic fosse baixada significativamente.

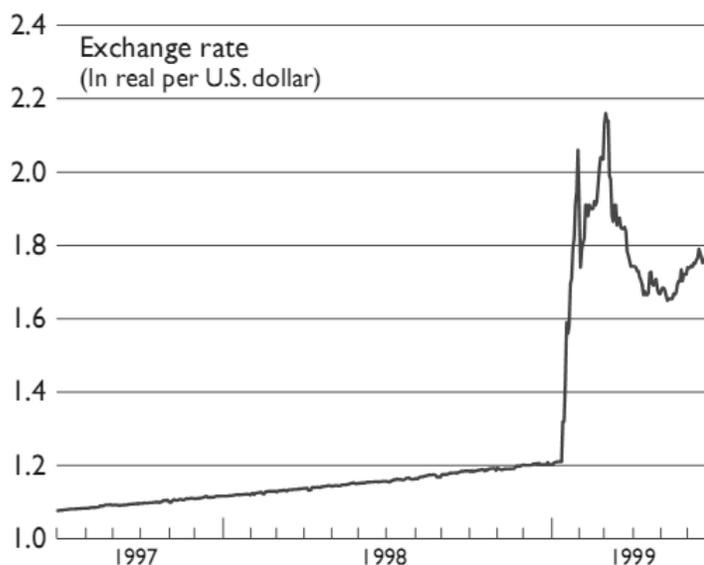


Figura 33 - Taxa de Câmbio US\$/R\$ (1996-2000)
Fonte: FMI, 2003

De acordo com o FMI (2003), houve progresso substantivo em reformas estruturais, como a criação da lei de responsabilidade fiscal, que entrou em operação somente em 2000, mas contribuiu em muito para a disciplina fiscal, como resultado de uma introdução de uma infra-estrutura geral para guiar planejamentos orçamentários. Portanto, através do plano, o FMI teve um papel construtivo na transição do Brasil, para um regime fiscal mais disciplinado.

Em 1999, houve “sucesso” em relação ao progresso representado na produção de bens e serviços, que tiveram uma recuperação significativa. E a inflação, que muitos tiveram expectativa de uma retomada da aceleração dos índices, se manteve perto dos 9% durante o ano (ver Figura 34). Além disso, o financiamento externo, especificamente o IDE, apresentou um crescimento em termos de influxos de capitais. O PIB, que possuía uma expectativa de crescimento de -3,8%, cresceu 0,8% em 1999.

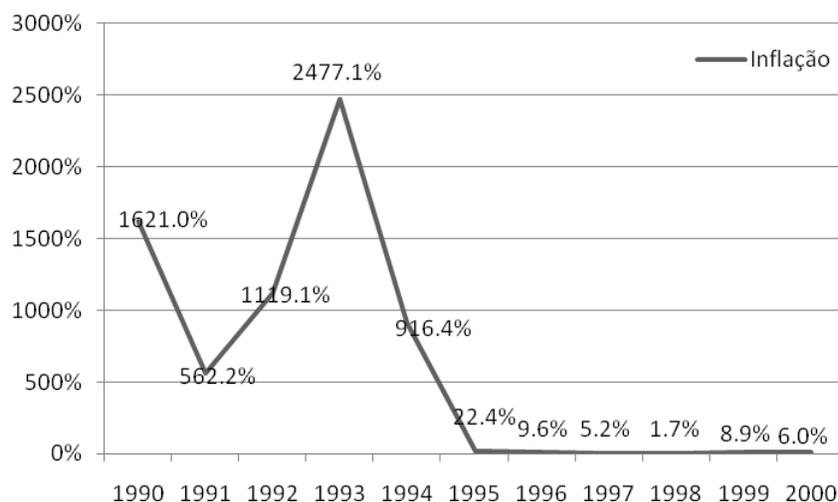


Figura 34 - Evolução da Inflação, preços ao consumidor (1990-2000)

Fonte: FMI, *World Economic Outlook Database*, 2007. Elaboração própria.

Porém, o programa anunciado pelo FMI não alcançou uma de suas metas principais: baixar a participação da dívida pública em relação ao PIB devido à desvalorização cambial. Apesar de o programa não conseguir manter o *crawling-peg*, a estratégia do FMI pode ter sido considerada um sucesso. O impacto da crise sobre o PIB e preços foi limitado. O FMI auxiliou o Brasil em uma transição para um regime fiscal mais disciplinado e um novo regime monetário, baseado em metas de inflação. Entretanto, o risco da taxa de câmbio voltou após 2000. Isso levou ao encarecimento do pagamento da dívida pública, chegando a um índice elevado em relação ao PIB, que foi um dos principais objetivos do programa do FMI (ver Tabela 10).

De acordo com Gruben e Welch (2001), comparando as outras crises cambiais com a do Brasil, a taxa de câmbio brasileira se estabilizou muito mais rapidamente do que as outras economias e a volatilidade brasileira foi duas vezes menor do que a coreana. A produção industrial se estabilizou mais rapidamente também. De acordo com esses autores, a razão disso é que o sistema bancário brasileiro era muito mais estável do que nos outros países.

4 MODELOS DE GESTÃO E PREVENÇÃO DE CRISES

O debate sobre novas maneiras de reformar o sistema financeiro mundial sempre acompanhou a evolução dos mercados financeiros, desde a sua existência. Porém, quando a crise asiática abalou o mundo e a instabilidade financeira se espalhou pelos principais centros financeiros, estruturou-se a idéia de que os mercados financeiros globais estavam em risco de desabar. Assim, novas idéias e discussões para reformar radicalmente o mercado financeiro internacional surgiram, em todos os níveis de debates.

As idéias mais ambiciosas variaram de criações de novas instituições globais, inclusive uma instituição com o fim de regular o sistema financeiro internacional, um credor internacional de última instância, até um tribunal internacional de falências. Mesmo os críticos mais moderados reconheceram a importância da mudança na maneira como os mercados financeiros ao redor do mundo eram supervisionados, geridos e governados. Entretanto, o sistema financeiro internacional pode ser considerado uma rede composta de muitas instituições sociais, econômicas e financeiras, que estão interligadas uma a outra, criando, assim, um alto grau de interdependência entre os seus membros. Assim:

O sistema financeiro é uma rede muito densa de instituições sociais, econômicas e financeiras. Como acontece com qualquer mecanismo complexo, há limites para que mudanças de um único componente sozinho sejam por si só factíveis enquanto os demais permanecem como estão. Não tem sentido instalar um motor de avião a jato em um pequeno avião Cessna (Eichengreen, 2003, p. 2).

Em outras palavras, o mesmo se aplicaria ao sistema financeiro internacional, cuja estrutura só é funcional com a interação de todos os seus componentes. Assim, nem crises de grande porte, como a crise asiática de 1997 – 1998 podem provocar mudanças radicais nas instituições e outros componentes existentes; o sistema financeiro é um organismo que evolui, gradualmente, através de pequenas alterações dos seus “nódulos” operacionais.

O sistema financeiro só foi radicalmente reestruturado e refeito em 1944, quando os arranjos financeiros de antes da guerra mundial estavam desacreditados. Neste caso, a crise funcionou como um “catalisador” para gerar a necessidade de implantar uma reforma urgente.

Entretanto, nos dias atuais, os que criticam o sistema e exigem algum tipo de mudança não encontram um consenso sobre quais as reformas específicas que precisam ser instaladas. Há críticas de sobra sobre o sistema prevalecente, mas ele não está desacreditado. Atualmente, é de extrema dificuldade chegar a alguma forma de consenso, pelo fato de existir um grande número de grupos e Governos que influenciam essas decisões, como: G-3, o G-7, o G-10, o G20 e muitos outros grupos. Mesmo assim, os sistemas financeiros permanecem frágeis, por causa do peso dos desequilíbrios relacionados com o câmbio e prazo de

maturidade nos balanços dos bancos das famílias e corporações. Portanto, os passos essenciais para tornar os mercados emergentes mais seguros incluem não apenas o reforço das políticas macroeconômica e financeira, mas também a construção de sistemas financeiros e políticos mais fortes.

Os esforços tomados até agora, para tornar o mundo um lugar financeiro mais seguro, terão êxito em reduzir a ocorrência e a severidade dos problemas bancários e cambiais até certo ponto, devido ao progresso na área de divulgação de informações, supervisão e regulamentação prudencial e regimes cambiais. Isto indica que, de maneira geral, está havendo uma grande redução do efeito da contaminação, como ocorrido nas crises da década de 1990. Isto sugere que os investidores estão fazendo, cada vez mais, distinções cuidadosas de risco de crédito dos mercados emergentes.

Nos países emergentes estão ocorrendo mudanças de política macroeconômica e financeira, para auxiliar o fortalecimento da arquitetura financeira internacional. Entretanto, estas mudanças podem ser consideradas uma substituição imperfeita para o que realmente é requerido: instituições econômicas, financeiras e políticas mais fortes. Essas mudanças de política reduzirão a frequência e a severidade das crises, mas o problema ainda persistirá. Portanto, como afirma Eichengreen (2003):

Lidar com as ameaças à estabilidade financeira reforçando a regulamentação, em lugar de reforçar as instituições de mercado, cria o problema de que os reguladores estão sempre um passo atrás dos regulados (Eichengreen, 2003, p. 15).

Acelerar o desenvolvimento econômico e financeiro é considerado, para muitos especialistas, a forma mais eficaz de minimizar a incidência e a severidade das crises. Entretanto, aplicar somente aos mercados emergentes (onde ocorreram as principais crises financeiras na década de 1990) estilos de supervisão e regulamentação prudencial de Primeiro Mundo, não vai resolver o problema principal das crises financeiras em economias de Terceiro Mundo. É necessária a criação de mercados e instituições com capacidade de regular-se por si mesmas. Porém, também existe o perigo de que, ao criar mudanças radicais e imediatas de política macroeconômica e fiscal, o desenvolvimento institucional nos países mais pobres encontre diversas barreiras que limitem a sua prosperidade.

Para efetivamente levar a cabo um plano de prevenção de crises, dado que as crises têm causas diversas e se apresentam de formas variadas, a prevenção de crises deve dar-se em várias frentes: transparência, padrões, supervisão prudencial e gerenciamento da taxa de câmbio.

4.1 Fluxos de Capitais, Instituições Financeiras e os Seus Papéis

Após o período pós-guerra, houve uma expansão dos mercados de capitais internacionais, devido aos aumentos dos fluxos de investimentos globais ligados às políticas de recuperação pós-guerra, e também estimulados pelo desenvolvimento dos mercados cambiais *off-shore*, nos quais transações financeiras eram sujeitas a controles muito mais reduzidos. O aumento de fluxos de capitais de curto-prazo sujeitou países a pressões cambiais que eventualmente oprimiram o sistema de taxas cambiais do Bretton Woods e fragilizou as novas economias em desenvolvimento durante a década de 1990, especificamente os países do leste asiático:

Há um consenso crescente que o aumento excessivo de dívidas de curto prazo foi a causa das crises financeiras da década de 90, particularmente do leste-asiático. Diferentes contas colocam pesos diferentes em uma gama de fatores – corrupção, falta de transparência, subsídios mal direcionados e péssimas garantias de empréstimos, regulamentações fracas na área financeira, desalinhamento de taxas de câmbio reais, uma grande dívida externa, e taxas de câmbio fixadas que foram mantidas por tempo demais. Porém, poucos analistas duvidam que exposições excessivas para dívidas de curto-prazo deixaram os países do leste-asiático vulneráveis à mudanças repentinas nas expectativas do mercado e pânico financeiro. (RODRIK E VELASCO, 1999, p. 1)⁵³.

Portanto, enquanto problemas associados com aos arranjos de financiamentos e pagamentos de comércio e transações provindas de conta correntes se mantiveram como uma preocupação constante em relação ao funcionamento do sistema financeiro internacional, uma maior atenção foi devotada para operar, controlar e responder aos fluxos de capitais que estão, constantemente, aumentando em volume devido à progressiva liberalização de contas de capitais ao redor do mundo.

A integração progressiva das economias em desenvolvimento na rede dos mercados financeiros internacionais resultou na sua maior importância dentro da esfera dos debates referentes à reforma do sistema financeiro internacional. Além do mais, com os efeitos das crises financeiras da década de 1990, os frágeis mercados emergentes foram ainda mais integrados nesta discussão para aperfeiçoar sistematicamente a arquitetura financeira mundial.

O planejamento do mundo pós-guerra, na década de 1950, trouxe à tona um arranjo de organizações que lidariam com a estabilidade financeira e pagamentos internacionais e reconstrução econômica. As negociações associadas a esse processo, eventualmente, ergueu as seguintes poderosas entidades:

- **FMI** (Fundo Monetário Internacional) – O único regime global que se aplica a transações monetárias transfronteiriças pertence ao FMI. Entretanto, suas

⁵³ Tradução livre do autor.

obrigações mais relevantes, que estão inseridas nas Cláusulas de Acordo (*Articles of Agreement*), referem-se a transações correntes e não de capitais. A Cláusula IV (*Article IV*), das Cláusulas de acordo do Fundo, aponta que a finalidade principal do sistema monetário internacional é fornecer uma estrutura que facilite o fluxo de capitais entre países⁵⁴;

- **Banco Mundial** – Participa no sistema financeiro internacional como uma fonte de financiamentos em um número de moratórias ocorridas nas recentes crises financeiras, e também fornece assistência técnica a alguns países, como um esforço para melhorar e reformar seus setores financeiros e seus regimes de regulamentação e supervisão;
- **GATT-Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio** (*General Agreement on Tariffs and Trade*) – Após 1999, com o acordo para criar a Organização Mundial do Comércio (OMC), o GATT expandiu seu mandato em relação aos investimentos internacionais.

Além dessas, também foram criadas as seguintes organizações:

- **OCDE-Organização de Cooperação de Desenvolvimento Econômico** (*Organization of Economic Co-operation and Development*) – Estabeleceu regimes de fluxos de capitais com *Code of Liberalization of Capital Movements* (Códigos de Liberalização de Movimento de Capitais) de 1961, que incentivam seus países membros a não possuir restrições na mobilidade de capitais;
- **CEE/EU – Comunidade Econômica Européia** (*European Economic Community*) – Em 1988 foi exigida a abolição das restrições nos fluxos de capitais entre os residentes dos países membros. Porém, permitiu-se o direito a controlar fluxos considerados de curto-prazo, em períodos de dificuldades financeiras, ou para tomar medidas necessárias para melhorar o funcionamento do sistema de impostos e supervisão prudencial;
- **BIS** (*Bank for International Settlements*) – Criado em 1930, com a intenção de “promover a cooperação dos bancos centrais e para fornecer facilidades adicionais para operações financeiras internacionais”. Recentemente, tornou-se o fórum principal e agora fornece apoio a um número de organizações, para reduzir e gerir os riscos em transações bancárias internacionais. O Comitê de Basileia sobre Supervisão Bancária com função de promover uma maior

⁵⁴ A Cláusula IV, em relação a transferências de capitais, permite recursos a controles de capitais somente se esses não barram pagamentos para transações correntes (AKYÜS e CORNFORD, 1999).

estabilidade bancária através da promoção de regulamentações mais fortalecidas e cooperações entre supervisores nacionais mais eficaz, se tornou o mais conhecido.

O *Council on Foreign Relations*, concluíram que, para moderar os efeitos do ciclo *boom – bust*, é necessário administrar a composição dos fluxos de capitais objetivando a redução do risco da ocorrência de crises enquanto os benefícios de um maior acesso ao mercado seja beneficiado. Assim, é estipulado que seja necessário:

- Maiores impostos para fluxos de capitais de curto-prazo;
- Esses impostos devem ser transparentes e não-discriminatórios, focados nos preços e não quantidades, sem barrar a entrada instituições financeiras internacionais na indústria de serviços financeiros;
- O FMI deve intensificar a sua supervisão sobre a gestão da dívida pública dos países membros, com um foco para desencorajar a dependência dívidas de curto-prazo atreladas a uma moeda estrangeira;
- Quando a estrutura do Acordo de Basileia for revisada, os reguladores financeiros deve evitar colocar um peso relativo em relação à esquemas que incentivam fluxos de curto-prazo; e
- Reguladores financeiros devem considerar mais regulamentações diretas. Essas devem impor um custo de capital mais alto para empréstimos bancários que tem o destino centro financeiros *off-shore* que não estipulam um padrão internacional de requerimento de capital mínimo (GOLDSTEIN, et al, 2001, p. 60 – 61).

4.2 Reformando a Arquitetura Financeira Internacional

O princípio da crise mexicana e, principalmente, a vinda da crise asiática, reascendeu um importante debate referente à estrutura básica da arquitetura financeira internacional. Fischer (1998), em uma conferência, disse que é de acordo geral que é imprescindível que a arquitetura financeira internacional necessita ser reestruturada, por duas razões:

- Porque os fluxos de capitais para países emergentes são muito voláteis, e porque a alta volatilidade sujeita os países a *shocks* e crises que são excessivamente frequentes e excessivamente grandes;

- Porque há muito “efeito-contágio” no sistema – uma questão que foi muito discutida durante a crise do leste asiático e foi incontentável depois da desvalorização russa.

Com a chegada imprevisível das desvalorizações cambiais, crises financeiras, e falhas sistêmicas dos setores bancários de um número de países, foram apontados um conjunto de problemas que incluem: taxas cambiais fixadas a níveis impossíveis de defender, dificuldades de liquidez governamentais agravadas por uma excessiva tomada de empréstimos de curto-prazo nos mercados internacionais, e sistemas bancários mal supervisionados. Eichengreen (1999) apontou as conseqüências desastrosas dos fluxos altamente voláteis de capitais de curto-prazo, e como esses contribuem para esses efeitos de contaminações financeiras. Ele sugeriu o incentivo para implementar impostos sobre os fluxos de capitais de curto-prazo como foi feito no Chile (como uma forma de terceira-linha de defesa)⁵⁵. Ao longo do tempo, as análises realizadas sobre como que esses problemas surgiram, resultaram em um claro consenso: a reforma da arquitetura financeira internacional é extremamente indispensável para o saneamento do sistema econômico global.

De acordo com Germain(2000), durante 1999 houve o consenso entre os *experts* na área financeira sobre a direção a ser tomada no sentido de reformar a arquitetura econômica internacional. O consenso se baseia em três pilares: fortalecer a transparência, fortalecer o apoio e fortalecer a regulamentação. Além do mais, o FMI aprovou a criação dos seguintes departamentos e fóruns especiais:

- *Contigent Credit Lines (CCL)*: criada especificamente para fornecer fundos para apoiar países que estejam sofrendo pânico financeiros (contaminações financeiras), com fundamentos econômicos saudáveis.
- *Forum de Estabilidade Financeira (Financial Stability Forum) (FSF)*: uma iniciativa regulatória criada com o intuito de juntar entidades regulatórias nacionais e internacionais, numa tentativa de eliminar o *gap* nas regulamentações que permitem a proliferação de contaminações financeiras.

A intenção das criações de tais ferramentas é procurar maneiras de fortalecer sistemas financeiros propensos a sofrer com futuras crises ou contaminações.

⁵⁵ A primeira e segunda linhas de defesa são, respectivamente: técnicas aperfeiçoadas de gestão de risco para firmas financeiras e uma regulamentação reforçada para as mesmas (EICHENGREEN, 1999).

Além do mais, em 1998, depois de uma série de encontros realizados sob o comando dos Estados Unidos e dos membros do G-7, foi criado o G-20⁵⁶. O grupo, além de tentar promover a transparência, fornece um mecanismo para as economias emergentes participarem da estrutura de poder de decisão do sistema financeiro global. Pela primeira vez na história o poder das tomadas de decisões se expandiu além do G-7.

O FMI também passou por mudanças de governança ao transformar o *Interim Committee* na nova Comissão Monetária e Financeira Internacional (*International Monetary Financial Committee* - IMFC). Por meio desse comitê, países poderão levantar problemáticas sobre o papel do FMI, que estarão sujeitas negociações, por parte de uma maior comunidade internacional (sem levar em conta o seu poder de voto dentro do Fundo).

Portanto, foi criada uma nova ordem para as finanças globais. E ela foca na questão de como permitir que países excluídos participem da estrutura de tomada de decisões em âmbito do sistema financeiro global. Os mecanismos de inclusões se centraram em três desenvolvimentos institucionais:

- G-20: possui a premissa de fornecer mais responsabilidade aos esforços da reforma e promover uma maior legitimidade às iniciativas, para fortalecer o sistema financeiro global;
- FSF: adquirindo um caráter político, tem por objetivo fornecer padrões de *benchmarking* internacionais, para regulamentar sistemas financeiros mais saudáveis e prudenciais; e
- IMFC: este novo corpo institucional permite aos membros do FMI debaterem e moldar o papel internacional desse fundo para além do que era possível no passado.

Como pode ser visto na Figura 35 abaixo, a estrutura de “poder de decisões” da arquitetura financeira internacional, criada em 1998, é composta por quatro pilares: o primeiro sendo o G-7, que agora reconhece a dependência de suas economias com as economias do resto do mundo. O segundo sendo o G-20 (a única instituição na qual economias de mercados industrializados e em desenvolvimento podem se reunir para discutir assuntos financeiros que possuem em comum). O terceiro pilar é o FSF, que serve de base para juntar os interesses referentes a assuntos de regulamentação dos países desenvolvidos e não-desenvolvidos⁵⁷. O

⁵⁶ O G-20 é constituído por ministros da fazenda e representantes dos Bancos Centrais dos seguintes países, além dos membros do G-7: Argentina, Austrália, Brasil, China, Índia, Indonésia, México, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Coréia do Sul e Turquia.

⁵⁷ Germain (2000) aponta uma crítica em relação ao caráter de “inclusão” do FSF. Este fórum possui somente três membros permanentes dos países emergentes “excluídos” um dos quais já é um membro do BIS por uma longa data.

quarto pilar é centrado no FMI, porém é ligado a uma grande gama de outras instituições financeiras internacionais (IFI): Banco Mundial, BIS (*Bank of International Settlements*), o Comitê de Basileia (BCBS), Associação Internacional de Supervisores de Seguros - *International Association of Insurance Supervisors* - IAIS), e o Comitê do Sistema Financeiro Global “*Committee on the Global Financial System* (CGFS) e o IOSCO - *International Organization of Securities Comissions*).

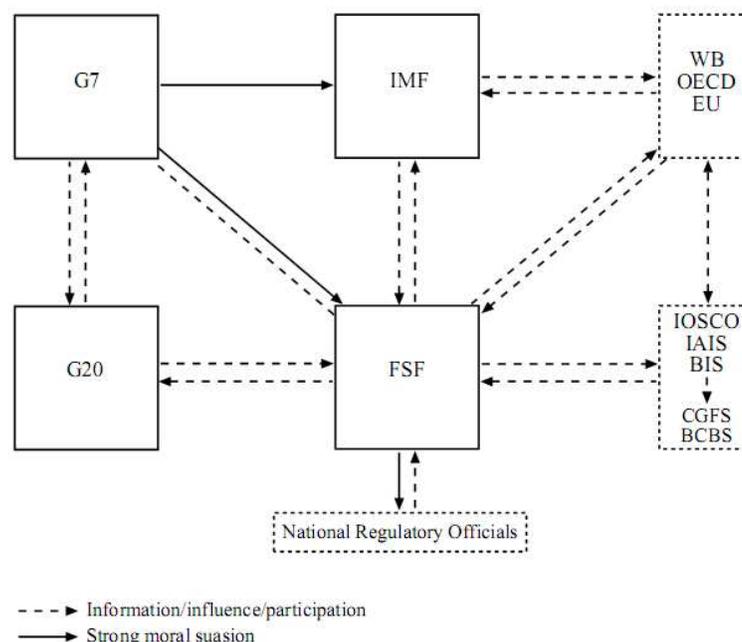


Figura 35 - Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional.
 Fonte: Germain (2000)

Uma das características da arquitetura do sistema financeiro global que vem surgindo é a sua ausência de canais de comando explícito e direto. Com o maior uso de padrões e códigos e melhores práticas financeiras dentro das finanças globais significa que o comando de um pilar sobre o outro é anulado. Ao invés, como descreve Germain (2000):

[...] each pillar must use a range of carrots and sticks to entice other pillars towards their preferred mode of operation. The FSF, for example, cannot command insurance supervisors in other countries to adopt the rules and procedures which they desire; rather they have to convince these countries of appropriateness of doing so. Similarly, the G-7 cannot command the G-20 to undertake an initiative which members of the G-20 feel inappropriate to their circumstances. Power, influence and moral suasion are not absent from the financial architecture, of course, but they played out within a structure of decision-making which I would characterize as consensual rather than coercive (GERMAIN, 2000, p. 8).

O *Council on Foreign Relations*, atestam que também seja necessário uma mudança nos focos centrais do FMI e do Banco Mundial para, que estes, sejam mais compatíveis com as necessidades atuais da economia global. Para isso, é necessário que:

- O FMI ainda solucione problemas de balança de pagamentos de maneiras que não dependem excessivamente de: deflações, desvalorização competitiva, imposição de restrições comerciais. O Fundo deve possuir o papel de gestor de crises e como monitorar a utilização e implantação de padrões internacionais. Enquanto o Banco Mundial foque ainda mais as necessidades estruturais, humanitárias e físicas dos membros que sejam de países em desenvolvimento;
- Seja criada um *link* entre os esforços de prevenção de crises e o acesso a financiamento emergenciais por parte do FMI; e
- O FMI deve limitar o seu escopo de funcionalidades para uma as áreas monetárias, fiscais, taxas cambiais, e políticas de financiamento setoriais;
- O Banco Mundial deve possuir uma visão de longo-prazo de aspectos sociais e estruturais para o desenvolvimento econômico (GOLDSTEIN et al, 1999, p. 71).

As mudanças propostas exigirão ação pela parte de três agentes no sistema financeiro internacional. Primeiro, os Governos e o setor privado dos países com economias emergentes. Segundo, Governos e o setor privado dos principais países industrializados nos quais se originam os fluxos de capitais. E terceiro, Instituições Internacionais. Essas mudanças deveriam influenciar o comportamento dos credores e devedores no sistema internacional, e reduzir a frequência e alcance das crises. Porém, essas crises, sem dúvida, continuarão ocorrendo, pois como relata Minsky, elas são endógenas ao funcionamento do mercado de crédito.

4.3 Manual de liberalização

Para um país que queira participar dos benefícios do sistema financeiro internacional, é necessário que seja certificado que a estrutura macroeconômica seja suficientemente forte e um sistema financeiro doméstico estruturado para lidar com possíveis tensões que a liberalização possivelmente criará. O elemento mais importante na estrutura macroeconômica é a situação fiscal, que necessita ser sustentável e, de preferência, robusta.

O regime cambial é um elemento chave quando se trata de políticas monetárias. Um país não pode ter uma conta de capital aberta, um regime de câmbio fixado (*pegged exchange rate*) e uma política econômica dedicada a metas de políticas domésticas. Nesses casos, as políticas têm de voltar seus esforços para manter a taxa cambial fixada. Muitos países na década de 1990, tentaram manter suas economias nesses moldes, porém, já sabemos quais

foram os resultados. Entretanto, para manter uma conta de capitais aberta, é melhor operar a economia com uma taxa de câmbio flexível, para que os choques externos possam ser absorvidos parcialmente pela taxa de câmbio, ao invés de ser pelos preços e salários internos.

Além do mais, se o regime for definido como flexível, é necessário que sejam definidas as metas de política monetária. Países emergentes vêm adotando sistemas de metas de inflação flexíveis. Porém, a meta tem de ser interpretada como flexível. Se a economia sofre com choques, a taxa de inflação pode ser, por um período de tempo, permitida a ficar fora da zona da meta, enquanto o Banco Central tenta estabilizar a inflação gradualmente.

Criar um sistema financeiro e bancário estável também é um requisito, além de ser imprescindível que a conta de capitais seja liberada gradualmente.

Fischer (2006) estipula que os princípios para a liberalização, em termos de fluxos de capitais, são⁵⁸:

- Liberalize os influxos antes ou simultaneamente com os fluxos para fora;
- Liberalize primeiro os fluxos de capitais de longo-prazo antes dos de curto-prazo;
- Liberalize Investimentos Diretos Externos antes do que investimentos de portfólio.
- Liberalize não só os influxos, mas também os fluxos de capitais.

4.4 Transparência, Códigos e Padrões

A transparência exige uma forte disciplina de mercado e, para Eichengreen (2003), esta é a primeira linha de defesa contra excessos e desequilíbrios financeiros. O autor afirma que, se os participantes de mercado arcam com as conseqüências de suas ações, eles terão um incentivo para não emprestar a governos com políticas macroeconômicas e financeiras insustentáveis. Assim, os projetos especulativos se esbarraram em dificuldades para encontrar acesso a financiamentos, já que os bancos e corporações que estejam financiando esses encontram dificuldades ao acesso a empréstimos dos participantes do mercado, tornando, assim, o sistema financeiro mais seguro, firme e robusto, pelo fato de que somente os tomadores de empréstimos que garantem um dado nível de capacidade de honrar suas dívidas terão mais chances para ter uma linha de financiamento garantida.

⁵⁸ Em termos de setores, é necessário primeiro liberalizar o setor de negócios, em segundo, os individuais e, em terceiro, o setor financeiro (FISCHER, 2006).

Eichengreen (2003), em seu livro, mostra que a disciplina de mercado não pode funcionar sem informação sobre os participantes do mercado. Assim, os credores do mercado somente agirão dessa forma se eles possuírem as informações necessárias sobre as reais intenções e atividades propostas pelos tomadores de empréstimos. Se não há informações adequadas sobre os tomadores de crédito em questão, é só depois de um ataque à moeda (como o ocorreu em diversas economias na década de 1990), uma suspensão de pagamento da dívida ou uma corrida aos bancos, que se fica sabendo a real situação e capacidade dos devedores.

Sabe-se que, conforme há falta de informações adequadas para tomar decisões de empréstimos, a informação disponível se torna assimétrica havendo risco moral e seleção adversa, e dificultando, assim, as operações de mercado. Se houver informação plena, um aumento de juros em um país de grande influência será respondido por um aumento da taxa de juros das outras economias. Assim sendo, o fluxo de capitais, de alto risco, diminuirá.

Atualmente, para contornar esses problemas, os credores utilizam mecanismos para implantar cláusulas restritivas (que será analisado mais abaixo) em contratos de empréstimos com o intuito de impedir que os tomadores de empréstimos desviem esses recursos para projetos considerados mais arriscados. Há investimentos em processos de seleção e outras tecnologias capazes de monitorar os tomadores, relatórios sobre crédito das agências de avaliação de risco. Os credores também estão concedendo empréstimos de longo-prazo somente para devedores que apresentem um histórico de amortização de créditos de curto-prazo saudáveis. Em alguns países e ambientes regulatórios é exigido que o tomador de empréstimo cumpra uma série de serviços financeiros, e além de uma conta corrente para que as receitas e gastos possam ser monitorados e controlados.

O incentivo para instalar, implantar e desenvolver tais tecnologias não é o suficiente para controlar o problema de risco moral e seleção adversa, pelo fato de tais tecnologias serem caras demais. Seria mais fácil instalar essas funções quando os outros bancos exigissem a mesma informação padronizada. Assim, haveria um incentivo para que os bancos invistam nessas funções, caso eles tenham que arcar com as consequências dos seus atos se a rede de segurança financeira tiver cobertura limitada.

A promoção da transparência está sendo, principalmente, tomada por inúmeras iniciativas do FMI e do Banco Mundial, que estipularam padrões e códigos em 12 áreas⁵⁹.

⁵⁹ As áreas são respectivamente: padrões de transparência, transparência de dados, transparência fiscal, transparência de políticas monetárias e financeiras, padrões financeiros, supervisão bancária (princípios do Comitê de Basileia), letras de câmbio e do tesouro, seguros, *payment and securities and settlement system*, anti lavagem de dinheiro e combate do financiamento ao terrorismo, padrões ligados a integridade do mercado, governança corporativa, contabilidade, auditoria e insolvência e direitos aos credores.

Assim, o resultado das avaliações desses é resumido no *Report on the Observance of Standards and Codes*⁶⁰.

O Conselho de Padrões Internacionais de Contabilidade (*The International Accounting Standard Board*) desenvolveu um conjunto de padrões de contabilidade exclusivamente para o uso do setor privado.

Há também as iniciativas do Comitê de Basiléia sobre Supervisão Bancária (*Bankings Supervision*). O objetivo desse fórum é melhorar o entendimento de assuntos chaves relacionados à supervisão a fim de aumentar a qualidade de supervisão bancária mundialmente e desenvolver novas técnicas e padrões em áreas que são consideradas desejáveis. O comitê é mais bem conhecido por criar padrões de supervisão bancária internacionais de suficiência bancária, princípios centrais para um sistema de supervisão mais eficaz e a concordata de supervisão bancária transfronteira⁶¹

A Federação Internacional dos Contadores (International Federation of Accountants) está, também, tentando adaptar essas medidas para ter compatibilidade com o setor público. A Comissão das Nações Unidas sobre Comércio Internacional já desenvolveu critérios-padrão para procedimentos de insolvências internacionais. A organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) criou os Princípios de Governança Corporativa e o Comitê de Basiléia lançou um relatório sobre a aplicação desses princípios para empresas do setor financeiro.

O FMI está liderando, em conjunto com diversas outras entidades financeiras especializadas, o aperfeiçoamento e implementação de Padrões para a Disseminação e Transparência de Dados, ou seja, o SDDT (*Special Data Dissemination Standards*)⁶². Esses padrões devem permitir que decisões sobre investimentos, tomadas pelos participantes de mercados, sejam realizadas baseadas nas melhores informações disponíveis. Além do mais, com a intenção de promover ainda mais a transparência, o FMI criou alguns mecanismos como PINs⁶³ e LOIs (Carta de Intenção), para serem publicados após as discussões da

⁶⁰ Os relatórios que resumem o cumprimento dos padrões e códigos podem ser visualizados no seguinte endereço: <http://www.imf.org/external/np/rosc/rosc.asp>

⁶¹ Criado em setembro de 1997, o Comitê de Basiléia é composto pelos principais Bancos Centrais europeus e norte-americanos, além de comissões dos dirigentes do *Federal Reserve System*. Em 2006, o Comitê foi reorganizado em quatro subcomitês: Grupo de implementação do acordo, Grupo de desenvolvimento de políticas, Grupo de trabalho em contabilidade (*The Accounting Task Force*) e Grupo de conexão internacional (*The International Liaison Group*).

⁶² SDDT, estabelecido pelo FMI em 1996, tem a função de guiar os países que tem, ou querem possuir, acesso ao mercado de capitais internacionais através da disseminação de dados econômicos e financeiros ao público. Mais sobre o assunto ver: <http://dsbb.imf.org/Applications/web/dsbbhome/>.

⁶³ Após as crises ocorridas no Brasil, Coréia e Indonésia, os três países concordaram em publicar o PINs (*Public Information Notices*) após os *Executive Board Discussions* (Discussões da Comissão de Executivos) das nações membros junto ao FMI. O PINs foi criado com o intuito de promover a transparência das análises de políticas de desenvolvimento econômico postas pelo FMI (IMF, 2003).

comissão de executivos, de acordo com o *article IV* (Cláusula IV)⁶⁴, no qual cada país membro deverá promover, através de suas políticas econômicas o crescimento econômico ordenado, estabilidade, evitar a manipulação de seu câmbio e seguir políticas de comércio compatíveis com os outros membro do FMI⁶⁵. Essas informações podem ser usadas nas avaliações de riscos e nas avaliações que servem de base para os requerimentos de capital, de acordo com a revisão proposta pelo Acordo de Basiléia.

O grande problema é como que um país pode decidir alocar os seus recursos para cumprir um dado padrão ou código quando existem mais de 70 destes (Eichengreen, 2003, p. 22). Para este autor, a proliferação de padrões confronta a credibilidade e eficácia desses esforços. Portanto, para solucionar este problema, o Fórum de Estabilidade Financeira escolheu 12 padrões prioritários que destacam mais seriedade entre todos⁶⁶. Porém, como há dúvidas em relação à adequação dos padrões aos países em desenvolvimento, órgãos do setor privado, como o Comitê Internacional de Padrões de Contabilidade, criaram sub-comitês encarregados dos problemas de mercados emergentes. No entanto, esses comitês são dominados por países reguladores e participantes de mercado do G-7. Assim, existe a possibilidade de eles superestimarem a capacidade das economias emergentes e implementarem regulamentações mais complexas e parecidas com as das economias já desenvolvidas. Existem países onde boa parte desta infra-estrutura não existe. Regras e padrões não darão resultados em países nos quais não há um corpo institucional preexistente. Assim, boa parte das recomendações destes comitês tornar-se-iam supérfluas.

A Associação Internacional de Supervisores de Seguros (*International Association of Insurance Supervision*) editou uma lista de diversos princípios, padrões e textos de orientação, e instalou uma força-tarefa encarregada de desenvolver uma metodologia para monitorar sua implementação. A Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários elaborou um conjunto de princípios para a regulamentação de valores mobiliários e padrões de divulgação de informação para ofertas internacionais e emissões multinacionais. Eichengreen (2003) ressalta que algumas dessas medidas são anteriores a crise asiática de 1997-1998, porém, essa crise, com certeza, impulsionou essas medidas que promovem cada vez mais a transparência.

Eichengreen (2003) ressalta que, apesar de que uma maior transparência e divulgação de dados amenizam as chances das crises ocorrerem, elas não serão eliminadas. Há o

⁶⁴ De acordo com o *Article IV* nos *Articles of Agreement* (Cláusulas do Acordo), O FMI promove consultas anuais com os países membros referentes a políticas econômicas e potenciais vulnerabilidades (FMI, 2003).

⁶⁵ Ver Anexo I.

⁶⁶ Ver nota de rodapé número 14.

problema de que somente os próprios tomadores de empréstimos conheçam as suas reais intenções e, assim, sempre estarão um passo à frente dos credores; e, é de conhecimento geral que sempre persistirá algum grau de risco moral, de seleção adversa e de “efeito manada” (contaminação financeira). Há circunstâncias em que informação demais pode piorar a situação mais do que ajudar. A teoria do “segundo ótimo” (*second best*) diz que a maior transparência pode agravar problemas de instabilidade financeira ao invés de solucioná-los.

Porém, na opinião de Eichengreen (2003), os mercados emergentes mais avançados já chegaram ao nível em que a publicação de informação adicional ajuda a estabilidade e não a desestabilização. Assim, o fortalecimento da divulgação de informação e a da transparência só melhora o bem-estar geral se a economia em questão se desenvolveu até certo ponto.

Uma idéia interessante proposta por Eichengreen (2003) é que os governos poderiam assinar um contrato com o FMI. Nesse contrato seria especificado como os governos propõem cumprir os padrões. Desse modo, a tarefa de monitorar seu progresso será muito mais facilitada. A dificuldade dessa opção é se a burocracia internacional, de especificar padrões e códigos, conseguiria aplicá-los com vigor em cada caso específico.

4.5 Supervisão Prudencial

Outro elemento forte para garantir a prevenção de crises é o fortalecimento da supervisão e da regulação dos sistemas financeiros internacionais.

De acordo com Ribakova (2005), a supervisão prudencial, na prática, durante as recentes liberalizações financeiras, era na maior parte das vezes inadequada. Antes da liberalização, geralmente, havia pouca necessidade para o uso de supervisão prudencial (as taxas de juros e alocação de empréstimos são regidas e controladas pelo governo, o número de bancos é menor, e a competição é mais limitada e as instituições financeiras são geralmente do Governo). Quando a liberalização ocorre, a competição do setor bancário e a sofisticação dos instrumentos aumentam. Para acompanhar essas mudanças, agências supervisoras necessitam redirecionar seus esforços para criar instrumentos de supervisão mais sofisticados e à base de *risk-weighting*. A adequação de capitais (*Capital Requirements*) é uma ferramenta frequentemente utilizada para evitar riscos por parte dos bancos. Porém, essas adequações são

impostas sem levar em conta fatores específicos de cada país, como a qualidade de supervisão⁶⁷.

Após a crise do peso mexicano, esse problema da fragilidade do setor bancário vem sendo cada vez mais destacado no setor internacional. Em várias reuniões do G-7, foram lançadas iniciativas para reforçar a supervisão e a regulação das instituições e mercados financeiros. Foi também destacado o problema dos padrões prudenciais em mercados emergentes, além de adquirirem um foco para operacionalizar um padrão bancário internacional a fim de definir práticas aceitáveis para esses sistemas dos mercados emergentes e também dos países indústrias avançados⁶⁸.

Eichengreen (2003) destaca três iniciativas do Comitê de Basileia, FMI e do Banco Mundial que seguiram essas reuniões. Primeiro, o Comitê de Basileia lançou seus Princípios Centrais para a Supervisão Bancária Efetiva, e o FMI publicou seu Marco para a Estabilidade Financeira. Essas iniciativas especificaram medidas a serem tomadas pelos países para fortalecer a supervisão e regulação de suas instituições e mercados financeiros. O autor dá uma ênfase especial para o fato de que esses documentos também se preocuparam com o desenvolvimento destas capacidades. Segundo, o Comitê de Basileia reforçou a atualização de seus critérios de adequação de capital para os bancos que operam em nível internacional⁶⁹. Por último, O FMI, conjuntamente com o Banco Mundial, estabeleceu um Programa de Avaliação do Setor Financeiro, para identificar as vulnerabilidades financeiras dos seus países membros⁷⁰.

Entretanto, essa agenda mostrou limitações pelo fato de também não trazer os efeitos desejados. Por exemplo, o Acordo de Basileia sobre a adequação de capital, que tem a finalidade de prevenir crises através da aplicação de padrões, mostrou que o acordo atribui diferentes pesos e graus de risco para cada ativo, e especificou o padrão mínimo para a relação entre capital e ativos. Essa abordagem não garantiria que as autoridades encarregadas

⁶⁷ Autores como Stiglitz, Goldstein, entre outros, sugerem que os limites para adequações de capitais necessitam ser mais altos para os bancos durante a liberalização em países em desenvolvimento, para compensar as péssimas condições de supervisão prudencial encontradas.

⁶⁸ Esses esforços adquiriram um foco operacional em 1997 em consequência do plano de Morris Goldstein. Ver Goldstein (1997).

⁶⁹ Quando os limites de adequação de capitais são impostos, seguindo as normas do Acordo de Basileia, economias com uma baixa qualidade de supervisão precisam ser tratadas como casos especiais. Medidas eficazes em mercados financeiros reprimidos podem não ser o suficiente para aquelas economias já liberalizadas. Quando ocorre a liberalização, reduz-se o valor dos bancos nacionais e se faz com que tomadas de decisões arriscadas sejam mais atrativas. Entretanto, uma capacidade sofisticada de supervisão, às vezes, não existe em economias reprimidas e ainda não liberalizadas; portanto, os limites impostos pelo Acordo de Basileia precisam ser revisados (Ribakoba, 2005).

⁷⁰ O Programa de Avaliação do Setor Financeiro foi criado em 1999, a fim de identificar os pontos fortes, as vulnerabilidades e os riscos dos sistemas financeiros, e a ajudar a identificar prioridades para as medidas de política econômica. Os resultados econômicos publicados são avaliados com o fim de manter uma supervisão do próprio fundo.

da supervisão obrigariam o cumprimento dos requisitos do acordo⁷¹. O acordo também mostrava que havia um problema da arbitragem regulatória. Como o capital dos bancos tem um custo operacional, os bancos tentam tirar o que conseguem dos balanços via modelos de securitização e o uso de derivativos, assim os bancos só mantinham nos balanços os ativos que possuíam um valor sobre o capital mais baixo (Eichengreen, 2003, p. 34). O grande problema é que transações bancárias via o uso de derivativos foram extremamente incentivadas, para fugir dos padrões impostos pelos reguladores.

Outra consequência do Acordo de Basiléia é que foi atribuído um peso de risco extremamente baixo para empréstimos de curto-prazo aos mercados emergentes enquanto, para países fora do OCDE, o peso de risco foi de 100% para empréstimos com maturidade superior a 12 meses. Assim, esses pesos diferenciados aumentaram os riscos de crises de liquidez nos mercados emergentes, ao aumentarem os incentivos para empréstimos de curto-prazo, e pelo fato de que o que era baixo risco, do ponto de vista de um banco, talvez não fosse de baixo risco para o sistema internacional. Portanto, as regras de adequação de capitais, na verdade, agravaram a situação para muitos. O acordo também fez com que países como o México e a Coréia do Sul se precipitassem a se candidatar a serem membros efetivos do OCDE, e foram obrigados a liberalizar suas contas de capital mais rápido se fosse de qualquer outra forma. O Acordo de Basiléia II foi criado com o pressuposto de tentar eliminar esses problemas encontrados. Porém, este não se defronta com a questão de que se os reguladores conseguem acompanhar o ritmo dos regulados.

O Acordo de Basiléia II é estruturado a partir de três pilares principais: requerimentos mínimos de capital⁷²; um processo de fiscalização reforçada por parte dos supervisores; e disciplina de mercado. Trata-se de uma abordagem baseada em avaliações quantitativas internas de risco para tentar substituir as avaliações de risco-país (como oferecidas pelas principais agências comerciais de avaliação de risco de crédito). Porém, o custo de emprestar para países não membros da OCDE e que não tem classificação de grau de investimento aumentou consideravelmente. O fato de se basearem em pesos de risco nas classificações de risco e nas probabilidades de *default*, aumenta o caráter pró-cíclico dos fluxos de capital dirigidos aos mercados emergentes. É obvio que a intenção é limitar créditos arriscados. Entretanto, haverá contrações que atingem os tomadores em mercados emergentes muito mais

⁷¹ As autoridades reguladoras do Japão, temerosas aos custos de curto-prazo e às consequências políticas, recusaram-se a admitir a extensão das perdas no sistema bancário por conta da inadimplência, ou a forçar as instituições financeiras a repor o seu capital. Esta experiência, em uma economia avançada, coloca em cheque a questão de países em desenvolvimento de colocar em prática o cumprimento desses padrões.

⁷² Para analisar os requerimentos mínimos de capital, o Acordo também foca no risco de crédito baseado nas avaliações internas de risco e estruturas de securitização. Além do mais são analisados riscos operacionais e risco de mercado (BIS, 2006).

severamente quando o crescimento mundial desacelera e quando a liquidez do mercado desaparecer.

O principal dilema é que esses incentivos regulatórios para países com boa classificação de risco e economias sólidas criam uma pressão adicional, para que os países em desenvolvimento tomem as medidas necessárias para obter classificação de risco em grau de investimento. Por outro lado, o acesso ao mercado de créditos dos países emergentes será extremamente reduzido, tornando muito mais difícil no curto-prazo o financiamento de seus investimentos produtivos.

4.6 Gerenciamento da taxa de câmbio

Eichengreen (2003) demonstra que muitos concordam que o gerenciamento da taxa de câmbio é o problema mais grave da década de 1990, porém, há muito menos acordos sobre o que fazer a respeito. No momento não há consenso sobre qual seja o regime cambial preferível em geral ou mesmo em países específicos⁷³. O problema maior está em regimes nos quais o Governo fixa o câmbio, mas altera periodicamente essa taxa fixa (*soft pegs*); a solução seria de ter um câmbio fixo ou deixar a moeda flutuar livremente. O problema apontado com o *soft pegs* é que as autoridades não conseguem assumir a política com credibilidade e mantêm os outros objetivos da política econômica subordinados à defesa da moeda. Como vem ocorrendo, a defesa geralmente cai e o câmbio acaba se desvalorizando quase que imediatamente, e a recessão que vem a seguir fere principalmente os mercados emergentes⁷⁴.

Um dos fatos marcantes da década de 1990 é que quase todas as crises financeiras, de fato, apresentaram um regime cambial fixado: isso se aplica a todas as crises financeiras em países em desenvolvimento neste período, exceto a crise brasileira de 2002, que foi causada pelo temor de que, se Luis Inácio Lula da Silva fosse eleito (FISCHER, 2006). Fixando o câmbio ou protegendo a taxa é como se fosse fazer um convite ao setor privado para apostar contra as autoridades se a conta de capitais é aberta.

⁷³ Em 1975, cerca de 90% dos países em desenvolvimento possuíam um câmbio no sistema de *pegs*, ou seja, esses países representavam 80% do PIB mundial dos países em desenvolvimento, e somente 10% possuíam um regime de câmbio flexível. Porém, em 1997, a porcentagem dos que usavam o sistema de *pegs* caiu para cerca de 50% e sua participação no PIB mundial dos países em desenvolvimento caiu para 25%. Entre os maiores países emergentes que mantiveram uma taxa fixa de câmbio, só restaram dois: Argentina e Hong Kong (GOLDSTEIN, 1999).

⁷⁴ A década de 1990 apresenta diversos eventos, nos quais a desvalorização, quase que imediata, da moeda, que abalou a economia dos países em questão: a crise do Peso mexicano (1994-95), a desvalorização do Real brasileiro (1998) e a crise da Rússia (1998).

Fischer (2006) também aponta que regimes flexíveis (flutuantes) fizeram mais diferença para o sistema financeiro internacional do que qualquer outra mudança. Este regime, para o autor, tira um grande fator de risco. Taxas cambiais, nas quais Bancos Centrais não intervêm, apresentam a vantagem que, se a pressão sobe, o Governo pode permitir que o câmbio se ajuste, sem ter que subordinar e transformar toda a política econômica. O objetivo disso é evitar que o mercado tenha algum alvo a seguir, a fim de reduzir as probabilidades de ocorrer um ataque especulativo à moeda. Entretanto, se os mercados não são informados em que ponto as autoridades vão intervir para evitar que a taxa de câmbio oscile ainda mais, eles não podem tomar posições que antecipem a intervenção.

Para evitar a volatilidade da moeda, comum para o câmbio flutuante e livre, é necessário utilizar o sistema de metas de inflação que substituirá as regras baseadas na taxa de câmbio. Neste caso, se as autoridades explicam como pretendem modificar as suas políticas em função dos diferentes choques, a incerteza do mercado será muito mais limitada, em comparação as metas de câmbio. Assim, um regime de metas de inflação tem quatro elementos: um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo fundamental da política; mecanismos que atribuem ao Banco Central a responsabilidade por atingir suas metas de política monetária; o anúncio público de metas de inflação; e uma política de comunicar ao público e aos mercados as razões por trás das decisões tomadas pelo Banco Central. O importante é que estabelecer esses compromissos, o Banco Central a independência necessária para perseguir as metas.

Porém, para os mercados emergentes, há quatro argumentos pelos quais a maior flexibilidade cambial apoiada por uma política de metas de inflação não é desejável e assim seja até inferior a qualquer tipo de câmbio fixo⁷⁵.

- (1) “Muitos países em desenvolvimento têm desequilíbrios fiscais crônicos cuja presença lhes removerá a capacidade de comprometer-se com a inflação baixa. Além disso, muitos Bancos Centrais não têm independência. Nessas condições, as metas de inflação não terão credibilidade.”

⁷⁵ Goldstein (1999) aponta quatro vulnerabilidades que são associadas a um regime de câmbio fixo: (1) há uma tendência para subestimar o risco cambial e de evitar o *hedging* contra a moeda durante o regime de câmbio fixo; (2) a segunda vulnerabilidade ocorre em programas de estabilizações, baseado na taxa de câmbio quando a taxa nominal se torna a âncora do esforço de eliminar a inflação de um dado país. A inflação geralmente cai, porém, o país perde competitividade com seus parceiros econômicos; (3) quando uma taxa de câmbio fixa se torna supervalorizada, não há nenhuma maneira fácil para transferir-se para um regime mais flexível. Se o mercado não está ameaçando a desvalorizar a moeda, não há nenhum apoio político para fazê-lo. Porém, quando a moeda começa a ser desvalorizada, as autoridades são obrigadas a negar que alguma coisa está acontecendo e, quando o problema está claro, já é tarde demais. (4) confrontação entre o mercado global de capitais e economias relativamente pequenas que não conseguem defender uma taxa *pegged* com uma alta taxa de juros durante um longo período de tempo.

- (2) “Um regime de metas de inflação não oferecem mais flexibilidade no câmbio do que um regime de câmbio fixo.”
- (3) “O fato de que os passivos dos bancos, das famílias e das firmas sejam denominados em dólares elimina para, muitos mercados emergentes, as vantagens de uma maior flexibilidade cambial.”
- (4) “Metas de inflação contribuem menos para o aprofundamento e o desenvolvimento financeiro do que uma âncora cambial.”(EICHENGREEN, 2003)

Outra perspectiva sobre o assunto de regimes cambiais é que, independente do que as economias emergentes decidem sobre seus próprios arranjos cambiais, não haverá uma estabilidade sistemática sem alguma reforma do regime cambial do G-3⁷⁶. As taxas cambiais do G-3 desencorajam o comércio internacional e investimentos, e resultou em custosas operações de *hedging*. Além disso, a ausência de metas de câmbio também impediu a “especulação estabilizadora” e uma coordenação de políticas econômicas mais eficazes⁷⁷.

Os debates sobre regimes cambiais já duram séculos. Os resultados desses debates são definidos como “um pendulo que balança (a cada década ou duas) entre dois pólos de moedas fixas e flutuantes” (GOLDSTEIN ET AL, 1999, p. 37)⁷⁸. De acordo com esses autores, a crise asiática empurrou o pêndulo no mundo emergente simultaneamente para ambos os lados, isto é, em direção a maior flexibilidade, e para casos mais polares de taxas fixas como *currency boards*⁷⁹.

Para o *Council on Foreign Relations*, reduzir a vulnerabilidade às crises financeiras e melhorar o desempenho econômico através de políticas cambiais em economias emergentes, é necessário que:

- Através do *Article IV* (cláusula IV) e negociações, o FMI deve aconselhar os países membros a não adotarem regimes cambiais baseados em um *peg* ajustável e também deve colocar limites rígidos em pacotes financeiros que defendem regimes de taxas cambiais fixas que estão sobrevalorizadas;

⁷⁶ Críticos do regime cambial flutuante dos países do G-3 afirmam que as grandes oscilações do yen/dólar (50% para mais) durante a década de 1990 manipularam a competitividade dos países asiáticos que sofreram com a crise, a tal ponto que foram essas que contribuíram diretamente com o ciclo do *boom e bust* na Ásia (Goldstein, 1999).

⁷⁷ A oposição deste ponto de vista afirma que, orientando o regime cambial do G-3, os resultados seriam inferiores: crescimentos econômicos mais baixos e problemas na área de inflação.

⁷⁸ Tradução livre do autor.

⁷⁹ *Currency Board* é uma autoridade monetária que é necessária para manter uma taxa cambial em relação a uma moeda estrangeira. Esta política necessita que os objetivos do Banco Central sejam subordinados a uma meta cambial.

- O FMI deve incentivar economias emergentes a adotarem regimes cambiais flutuantes e administrados (*managed floating*);
- O FMI deve apoiar a criação de *currency boards* para circunstâncias nas quais arranjos cambiais alternativos não são o suficiente para restaurarem a disciplina de políticas monetárias; e
- No longo-prazo, economias emergentes devem considerar os benefícios e custos de reduzir a vulnerabilidades à crises ao adotar uma reserva cambial de uma moeda estrangeira (dolarização da moeda) (GOLDSTEIN, et al, 1999, p. 65).

Portanto, mesmo as metas de inflação sendo muito atraentes para mercados emergentes com renda baixa, elas são só factíveis apenas se os mercados de ativos financeiros denominados em moeda doméstica atingiram certo grau de desenvolvimento; mas esses mercados financeiros, só muito lentamente, alcançarão liquidez e profundidade se as autoridades transferiram-se rápido demais para um regime de metas de inflação. Eichengreen (2003) afirma que os países de renda mais baixa talvez devessem começar com uma fase na qual a taxa de câmbio seja fixada. Com a manutenção de controles de capitais, aumenta a probabilidade de que o regime de câmbio fixo tenha êxito, mas assim, seus mercados financeiros só se desenvolverão lentamente⁸⁰. A alternativa seria ter um câmbio flutuante, mas com a volatilidade, os residentes do país podem ser incentivados a manter seus ativos em moeda estrangeira; assim, esses mercados só atingirão um bom nível de liquidez com muita lentidão. Outra alternativa seria estabelecer um regime de conselho da moeda sempre disposto a trocar a moeda doméstica por outra moeda estrangeira a uma taxa fixada, ou reconhecer uma moeda estrangeira como a moeda legal do país. Mas esses países viverão com uma incerteza sobre o futuro financeiro. A decisão sobre a escolha certa do regime cambial correto ainda é um assunto que o debate sobre o futuro da arquitetura financeira internacional ainda não chegou a um consenso.

As Cláusulas de Acordo do FMI (*IMF's Articles of Agreement*) fornecem a países membros diversas alternativas para a escolha do regime cambial certo. Porém, como afirma Goldstein (2007):

⁸⁰ Os instrumentos chaves para defender taxas de câmbios fixadas são a intervenção pela parte do mercado e taxas de juros elevadas. Após a deterioração das reservas internacionais, as taxas de juros elevadas se mantêm como a principal ferramenta de defesa. Porém, há um limite de tempo que economias emergentes conseguem manter as taxas de juros elevadíssimas.

But experience strongly suggests that some of those choices are wiser than others. The IMF and G-7 countries can influence the exchange rate regime choices of developing countries- not least by financial support that they are prepared to extend to support adjustable peg exchange rate regimes during periods of market stress. Global crisis prevention will not be able to gain more traction until the IMF and the G-7 are prepared to say “no” more often to defending overvalued fixed rates (GOLDSTEIN, 2007, p. 37).

4.7 Administração das crises

Primeiramente, é válido atestar que, quando se fala sobre como administrar crises financeiras, há o predomínio do desacordo e confusão. Há quem defenda que o FMI deveria conceder mais assistência financeira aos países em crise, e há quem defenda que o FMI deveria conceder menos, e o mesmo acontece com o assunto da frequência das intervenções feitas pelo FMI. É por causa da incompatibilidade de pontos de vista, que tem sido dados tão poucos passos significativos na maneira pela qual as crises são respondidas.

Os críticos que argumentam que o FMI deveria oferecer menos assistência a países em crise dizem que os empréstimos de salvamento é uma grande parte do problema. Com esses pacotes os investidores são permitidos a escaparem sem perdas significativas. Assim, os investidores são encorajados a emprestar sem analisar cuidadosamente o risco de suas aplicações. Além do mais, salvamentos repetidos criam risco moral, permitem que governos mantenham políticas insustentáveis, assim as vulnerabilidades financeiras são acentuadas. A opinião deste grupo é que o FMI deveria emprestar menos e exigir com mais frequência que os Governos façam mais ajuste durante a crise e que o setor privado deveria ter a obrigação de participar da operação de salvamento, ao invés de ser salvo das dificuldades.

Os que acham que a solução é o FMI emprestar mais sugerem que é essencial que, quando os investidores entram em pânico, o Fundo entre com um pacote de salvamento para instalar novamente a confiança do mercado. Se o FMI aprova novos pacotes, isso significaria que o Fundo está garantindo o seu compromisso para que o país tenha a capacidade de cumprir suas obrigações. Enquanto, que o envolvimento do setor privado só trairia mais perturbações aos mercados e faria que os investidores saíssem do país quando qualquer sinal de perigo surgisse.

Para Eichengreen (2003), ao decidir sobre financiamento para reduzir as incertezas do mercado, o FMI tem de analisar tanto as condições políticas quanto as econômicas para verificar se há apoio público para as reformas relevantes, se o Governo pode assumir com credibilidade o compromisso de implementá-las e se existem o monitoramento e os controles necessários para garantir que a assistência multilateral seja usada para apoiar esses objetivos.

As condicionalidades do FMI têm de ter seu foco dirigido para reformas essenciais e devem evitar medidas que apresentam risco de fragmentar coalizões reformistas. Para tanto, os empréstimos tem de formar uma ligação direta com a reforma.

Boas garantias também é um termo difícil de definir quando o devedor é um Governo. Governos podem aumentar a arrecadação de impostos e cortar despesas, porém, isso pode ser considerado um “suicídio político” e esses políticos que tomam essas decisões podem ser rapidamente retirados dos seus cargos. Em teoria, o país pode pagar as suas dívidas, mas na prática, é uma historia totalmente diferente. O conceito de capacidade de pagamento do serviço também não é claro. Esses limites dependem tanto de fatores políticos quanto de econômicos.

Uma abordagem apresentada por Eichengreen (2003) é o que ele chama de “abordagem concertada”. Nessa abordagem, mostra que são limitadas as condições em que a assistência multilateral pode ajudar a resolver uma crise, e que o risco moral é um problema persistente. Considera-se que as alternativas para resolver as crises são confusas. Tentar implementá-las trás à tona uma série de outras dificuldades pelas quais o país está passando. Quando um país não consegue assistência multilateral, significa que ele não possui a capacidade de pagar suas dívidas, portanto será necessária uma reestruturação. Por isso que Eichengreen (2003) coloca que seria necessária uma “concertação” dos credores, para conseguir que concordem sobre os termos de reestruturação.

Nesta abordagem, os credores esperarão até que o devedor suspenda os pagamentos contratuais, para poder negociar o pagamento da dívida. Os credores, neste caso, ainda possuem a esperança que será paga a totalidade da dívida, ou seja, esperam ter um valor de opção. Ao contrário, o ideal seria que os credores aceitassem o acordo sobre a reestruturação da dívida, reconhecendo que as dívidas são insustentáveis, e no final recebessem apenas uma fração da totalidade.

Eichengreen (2003) aponta que a maioria das reestruturações são involuntárias. Primeiro ocorre a suspensão do pagamento das dívidas. Quando isso acontece, os credores reconhecem o quão insustentável é a situação da dívida e, assim, eles aceitam certa redução de pagamento do serviço da dívida, e, por conseguinte, o Governo se aproveita da situação para introduzir novas políticas, a fim de conseguir aumentar a sua credibilidade para voltar ao mercado de capitais com relativa rapidez.

4.8 Alternativas aos financiamentos do FMI

As alternativas ao financiamento do FMI são consideradas arriscadas e complexas pelo fato de que a tentação de recorrer cada vez mais aos financiamentos do FMI traz a consequência de criar condições para mais crises. Quando os investidores aprendem que podem escapar das perdas, eles fazem empréstimos mais arriscados, danificando a eficácia e legitimidade das agências multilaterais. Portanto, a solução é de realizar introdução de reformas institucionais que criem alternativas mais atraentes que financiamentos do FMI.

4.8.1 Manter o Status Quo

A opção de manter o “*status quo*”, ou seja, de não fazer nada, é baseada na tese de que as instituições existentes já possuem a capacidade para controlar as crises. Para quem defende este ponto de vista, o FMI e seus acionistas não precisam temer o medo de que reestruturações apoiadas no mercado são difíceis e podem criar problemas tanto para o país em crise quanto para o sistema financeiro. Para eles, a pressão para intervir pode ser ainda menor hoje que no passado, devido a políticas mais fortes em países em desenvolvimento. Assim, o FMI deveria simplesmente ter maior coragem de negar empréstimos quando for preciso, e, conseqüentemente, o resto se resolveria por si mesmo. O mercado já possui experiência o suficiente para lidar com as ferramentas disponíveis, como a troca de dívidas, aprendendo com os seus erros e aprendendo a cultivar investidores. O Instituto de Finanças Internacionais estabeleceu as formas e os passos a serem dados para acalmar os credores. Além do mais, até o FMI apoiou esta iniciativa, criando um Grupo Consultor sobre Mercados de Capital como uma espécie de fórum, para tratar de questões sistêmicas de finanças dos mercados emergentes (Eichengreen, 2003, p. 71).

Argumenta-se que inovações jurídicas e de procedimentos melhoraram muito a capacidade dos Governos de trocar títulos da dívida por novos títulos, com base no mercado cooptando seus credores a cooperar e tentar fazer com que os credores participem da troca de dívidas, como fez o Equador com as “permissões de saída”. Essas permissões cancelaram cláusulas de *default* e de aceleração de pagamentos. Esta modalidade torna a opção de ficar fora da reestruturação da dívida menos atraente para os investidores.

Para Eichengreen (2003), esses argumentos têm bastaste mérito. Porém, ele aponta que são inconsistentes com a preferência revelada de Governos e organizações multilaterais, que continuam a fazer operações de resgate de devedores em extrema dificuldade, e os credores raramente resistem à tentação de fazê-las. Portanto, o *status quo* não é o suficiente. As

instituições existentes necessitam ser modificadas, para criar uma alternativa ao padrão regular de operações multilaterais de salvamento.

4.8.2 *Limites presumidos de financiamento*

Outra opção foi proposta após a crise asiática pelo *Council on Foreign Relations*⁸¹. Essa proposta estabelece limites presumidos para o tamanho dos pacotes de recuperação do FMI, pelo fato de que os créditos de recuperação do FMI, com volumes sem precedentes, ampliaram os casos de risco moral.

A solução seria estabelecer um limite de financiamento e respeitá-lo, e, caso necessitasse ultrapassar esse limite seria obrigatório um consenso extraordinário para especificar os procedimentos para fazê-lo, livrando o FMI de pressões políticas em favor da liberação de financiamento excepcional. Criar uma presunção de que os limites normais de financiamento serão respeitados, exigiria um padrão mais elevado dos políticos que desejassem financiamento excepcional.

Os limites arbitrários dificilmente estão calibrados de modo a induzir um esforço político ótimo, que é essencial para o sucesso da intervenção multilateral. Essas cotas também levam mais em conta o nível de comércio internacional do país em dificuldade e não dos fluxos financeiros. Mesmo que as cotas capturassem a importância das medidas das transações em conta corrente, elas não levam em conta a estrutura econômica mundial. Assim, enquanto as cotas forem arbitrárias e arcaicas, quaisquer compromissos para respeitar os limites não terão credibilidade.

Ademais, como sugerido por muitos autores, conter o financiamento do FMI não resolverá o problema. Além do pacote de assistência do FMI, haverá outros como do Banco Mundial, bancos regionais de desenvolvimento, do Banco para Compensações Internacionais (BIS) e de Governos nacionais. O FMI, ao estabelecer limites, simplesmente passará a carga de financiamento para outros bancos e credores.

O problema fundamental é que as principais autoridades temem as consequências de não emprestar quando for pedido. Os limites estabelecidos não tirarão a incerteza de que

⁸¹ O *Council on Foreign Relations*, em “Safeguarding prosperity in a global financial system: the future international financial architecture.”, segue seis princípios em sua análise, para melhorar a gestão e prevenção de crises, elas são: incentivar economias emergentes a intensificar esforços para prevenir crises, permitir o fluxo de poupanças onde elas terão o melhor retorno, promover uma distribuição justa da carga entre os credores privados e os devedores quando uma crise ocorrer, aumentar os incentivos a prevenção e resolução de crises baseados no mercado, fazer com que a reforma da arquitetura financeira internacional seja apoiados também pelos países desenvolvidos e canalizar as influências do FMI e do Banco Mundial para áreas nas quais estão mais adaptadas.

haverá conseqüências que podem piorar a situação. Além do mais, não há garantias de que as reestruturações tornaram-se mais ordenadas.

4.8.3 *Suspensão de pagamentos sancionada pelo FMI*

Outra opção é a de suspensão de pagamentos sancionada pelo FMI⁸². Se o FMI pudesse endossar ou declarar uma ordem de suspensão de pagamentos para proteger a economia em dificuldade contra uma corrida desordenada de credores para recuperar seu dinheiro e dar um tempo para os investidores coordenarem suas ações, a comunidade oficial teria uma alternativa para o financiamento de emergência em grande escala e o Governo teria mais uma oportunidade para sinalizar seu compromisso com políticas sólidas.

A suspensão de pagamentos, e talvez apoiada por uma política de controle de câmbio, impediria que os credores entrassem numa corrida desordenada para garantir o seu capital. Este ponto de vista sugere que seria criado um “porto seguro”, com uma possível suspensão dos pagamentos ao país em crise, enquanto fossem instaladas medidas para melhorar a situação. Assim, os investidores estrangeiros teriam a oportunidade para gerar expectativas sobre o volume de dinheiro que seria repartido entre eles. Além do mais, eles teriam a chance de ponderar sobre opções de refinanciamento antes do fato realmente ocorrer.

Os Banco do Canadá e da Inglaterra, os principais defensores dessa idéia, propõem que a decisão de suspender os pagamentos deveria continuar com o devedor. O FMI teria o papel de emitir declarações de apoio ao prestador para os pagamentos atrasados. Outra versão desta idéia seria a de conceder o papel de formular esta decisão a um painel independente de especialistas.

Eichengreen (2003) argumenta que essa linha de raciocínio é impossível de distinguir do *status quo*. Os países já podem suspender pagamentos, impor controles de capital e de câmbio para apoiar a suspensão para impedir a corrida aos cofres e solicitar do FMI uma declaração de apoio. Entretanto, os devedores que recorrem à suspensão não têm proteção contra ações legais que derrubem esse mecanismo.

É apontado que há o perigo dessas suspensões alimentarem o contágio se o mercado acreditar que outros países imitaram esse ato. Mas o mercado, com uma maior transparência, aumentou a possibilidade de discriminar os tomadores de créditos dos mercados emergentes.

⁸² Proposta defendida pelo Bank of Canada e Bank of England entre outros autores.

Além do mais, há outra preocupação que o recurso de suspender pagamentos pode levar os investidores estrangeiros a retirarem os seus capitais para evitar que sejam bloqueados, e conseqüentemente estimulando outras crises adicionais.

4.8.4 *Opção universal de rolagem da dívida com uma penalidade*

Para resolver esses problemas, foi sugerido incluir uma cláusula de suspensão em todos os contratos de dívida em divisas. A cláusula permitiria ao emissor rolar o principal e postergar o pagamento de juros uma única vez, por um período fixo determinado, e pagando uma penalidade pelo privilégio de exercer essa opção. Um aspecto positivo apontado por essa abordagem é que ela reconhece que os países necessitam de um período de tempo para se recompor quando optam pela opção de rolagem de dívida. Sendo obrigatórias, como uma cláusula de contrato, elas se tornariam universais. Entretanto, também seriam necessárias mudanças nos contratos, para facilitar a conclusão dos acordos de reestruturação e mudanças nas leis nacionais a fim de possibilitar o processo.

4.8.5 *Cláusulas de ação coletiva*

Sugerir que o FMI não deveria recorrer a pacotes financeiros emergências é algo que é facilmente proposto. Porém, isso só ocorrerá com facilidade em casos específicos, onde não haja alternativas para solucionar as crises financeiras em países emergentes. De acordo com Eichengreen e Mody (2000), esse seria o momento no qual as “cláusulas de ação coletiva” entrariam em cena. Cláusulas de ação coletiva são projetadas para facilitar a reestruturação de dívidas com a mínima intervenção das instituições financeiras internacionais, isto é, com a participação máxima dos credores e devedores envolvidos na dívida⁸³.

Cláusulas como essas já existem em títulos da dívida emitidos pelo Reino Unido, que servem para proteger devedores soberanos da ameaça de ações legais que perturbem o processo de reestruturações. Esses títulos exigem que uma massa crítica de investidores concorde antes de dar início a um litígio, limitando, assim, a capacidade de alguns credores atrapalharem a reestruturação. As cláusulas de ação coletiva atenuam também o problema que se coloca quando alguns resistem a um acordo, pois especificam regras e procedimentos de

⁸³ Cláusulas de ação coletiva foram sugeridas pelo G-10 após a crise mexicana e foi paulatinamente recomendada em diversos relatórios e declarações do G-7 e G-22. O G-7 também reforçou o assunto no seu *Work Program* para reformar o sistema financeiro internacional (EICHENGREEN e MODY, 2000).

votação, que permitem a uma maioria de credores imporem os termos de um acordo a uma minoria discordante.

Essas cláusulas especificam procedimentos para selecionar os representantes dos detentores de títulos de dívidas nas negociações e para enumerar as suas responsabilidades. Esses representantes comunicam aos detentores de títulos os termos da negociação. Além disso, as cláusulas permitem que tais detentores convoquem uma assembléia para indicar um representante para negociar com o devedor e aprovar resoluções extraordinárias, para solucionar questões de acordos de moratória ou qualquer modificação a ser feita no contrato original⁸⁴.

Uma das vantagens que as cláusulas de ação coletiva apresentam é que elas forçam a participação de credores litigantes e permitem que Governos com problemas transitórios declarem uma suspensão de pagamentos, sem se expor a ações legais que atrapalhariam o processo. Para Eichengreen (2003), se as cláusulas de ações coletivas fossem adotadas mais amplamente, não haveria necessidade de modificar leis nacionais ou internacionais para realizar as exigências do FMI ou a algum tribunal independente.

O argumento de que cláusulas de ação coletiva sejam preferíveis a permissões de saída como mecanismo para obrigar os credores a manter o compromisso é que essas cláusulas de ação coletiva são muito mais transparentes. Assim, as especificações vão se tornando muito mais fáceis de fazer, na medida em que as cláusulas se tornam mais transparentes e previsíveis, minimizando, assim, os custos de crédito.

O movimento para tornar as cláusulas mais utilizadas não está sendo forte o necessário por causa de algumas razões. O risco moral aparece, neste caso, pelo fato de que essa ferramenta facilita as reestruturações que são muito indesejáveis. Os tomadores de créditos são incentivados a fugir de suas dívidas, assim, os custos de financiamento são automaticamente aumentados, formando barreiras de acesso ao mercado.

Outra razão seria a assimetria de informação que leva à seleção adversa. Os credores podem classificar os emprestadores, separando os emprestadores ruins e pedir a inclusão de cláusulas de ação coletiva em seus contratos de financiamento. Assim, os credores colocarão um prêmio mais alto a esses emprestadores pelo fato de que eles terão mais chances de fazer um ajuste para a reestruturação.

⁸⁴ Infelizmente, reestruturações de dívidas, por meio do mercado, são extremamente difíceis de realizar quando os títulos em questão são emitidos com base nas leis americanas. As maiorias dos títulos embasados nas leis americanas possuem uma falta cláusulas coletivas para desencorajar investidores “*mavericks*” a recorrerem a processos judiciais e outras maneiras que dificultam os acordos (EICHENGREEN e MODY, 2000).

Entretanto, há muita conversa e pouca ação nessa área. Os emitentes receiam que as cláusulas de ação coletiva aumentem os custos diretos aos emprestadores. Eles acreditam que alternativas de reestruturação, nas quais os devedores poderiam sair sem prejuízos seriam mais fáceis. Porém, cláusulas que facilitam uma reestruturação ordenada num evento de dificuldades excepcionais, poderiam render aos mercados emergentes uma maior atratividade minimizando disputas amargas, negociações difíceis quando os serviços de pagamentos das dívidas não estão sendo cumpridos.

Os resultados apresentados num estudo realizado com mais de 2000 títulos emitidos pelos devedores dos mercados emergentes entre 1991 – 1998 mostraram que as cláusulas de ação coletiva aumentam os custos para os devedores e para os emitentes com uma baixa classificação; porém, para os emitentes com alta classificação, esses custos são reduzidos. Os emitentes com crédito (*credit-worthy*), de fato, se beneficiam por possuírem a capacidade de se reestruturar ordenadamente num evento com circunstâncias excepcionais. Para os devedores sem crédito (*less credit-worthy*), os benefícios são contrabalanceados pelo surgimento de risco moral e risco de *default*, associados à presença de cláusulas que facilitam a renegociação (EICHENGREEN e MODY, 2000). Portanto, se a meta é fortalecer a arquitetura do sistema financeiro internacional, incentivando os investidores a generosamente premiar os devedores *credit-worthy* (aptos a tomar empréstimos) e penalizar os menos, então, a adoção para o maior uso de cláusulas de ação coletiva seria o caminho certo a seguir.

Se a introdução de cláusulas de ação coletiva fosse generalizada, se todos os contratos de empréstimos fossem obrigados a incluir tais provisões, haveria um melhor equilíbrio entre os direitos de credores e a necessidade de facilitar uma reestruturação ordenada. Assim sendo, não haveria a necessidade de transferir, do Governo para o FMI, o poder de iniciar a suspensão de pagamento. Como também não haveria a necessidade de alguma entidade, como o FMI, a adjudicar disputas entre devedores e credores, coisa que os emissores e investidores de títulos da dívida com cláusulas de ação coletiva, emitidos no Reino Unido, têm sido capazes de fazer perfeitamente sozinhos.

4.8.6 Conferir poder ao FMI para sustentar o mercado de títulos de dívida

Essa idéia consiste no FMI comprar os títulos de um país em *default* se os preços desses caem abaixo de um nível considerado seguro. A preocupação desse raciocínio é que os investidores, ao entrarem em pânico quando um país suspende o pagamento do serviço da dívida, o que levaria a uma grande queda nos preços dos títulos. O resultado seria uma

desestabilização do país em crise e também dos mercados financeiros internacionais. Ao comprar os títulos quando eles caem abaixo de certo nível considerado razoável, o FMI sofrerá menos pressão para emprestar ao país em crise, além de impedir que este suspenda o pagamento de suas dívidas. O problema a ser resolvido é se o FMI sabe melhor que os mercados qual seria o valor justo dos títulos de dívida do país que está sofrendo o *default*.

O pânico não é a única razão pela qual os preços dos títulos oscilam. Quando o resultado de uma moratória é um rebaixamento de classificação, os investidores são forçados a vender mesmo com uma grande queda. O problema é, na verdade, a estrutura da regulação. Portanto, a solução seria rever a regulamentação e não dar ao FMI novos poderes de intervenção. Como a queda dos preços é inevitável, o jeito é mudar as instituições e as leis, para ordenar as reestruturações a serem mais eficientes e não criar um “dispendioso novo papel para o FMI”.

Outra opção utilizada é a troca de títulos. Nesta modalidade, as dívidas existentes são trocadas por novos títulos, com período de carência e prazo de maturidade mais longo. Assim, os títulos velhos são trocados por títulos novos e os países devedores podem ter um prazo maior para respirar e ganham tempo para resolver seus problemas imediatos.

4.8.7 *Uma corte internacional de falências*

A alternativa mais ambiciosa é criar uma corte internacional de falências com poder de adjudicar disputas sobre dívidas soberanas, idéia popularizada por Sachs (1994). Esse órgão teria a capacidade de declarar uma suspensão de pagamentos que protegeria o devedor de litígios, o poder de garantir preferência de pagamentos para dinheiro novo enquanto durasse a suspensão, a capacidade de supervisionar as negociações de reestruturação entre o devedor e seus credores e seria capaz de impor um termo de acordo se as partes não conseguissem chegar a um entendimento.

A corte proposta teria os poderes de impedir que os credores estrangeiros de um país tentassem tomar posse de seus escassos ativos, o que danificaria intensamente a economia do país em crise. A corte também garantiria que não fosse negado a um país o capital essencial para colocar a economia em funcionamento com credibilidade e o poder de forçar os termos de um acordo válido para todos.

A ONG *Jubilee* propõe que uma corte entraria em ação quando um país devedor declarasse uma suspensão de pagamentos. O Governo do país em questão seria protegido contra qualquer ação legal nos Estados Unidos e no Reino Unido (países nos quais são emitidos e comercializados a maiorias dos títulos de dívidas internacionais). Seria exigido

desses países (Inglaterra e Estados Unidos) que emendassem suas leis de imunidade soberanas, para especificar que os procedimentos internacionais de insolvência automaticamente anulariam todas as isenções de imunidade relativas ao caso. A reestruturação que seguiria seria supervisionada por três membros apontados para cuidar da crise num tribunal independente. Seria nomeado um representante pelo devedor e outro pelos credores, e os representantes teriam que nomear outro de sua escolha para coordenar os trabalhos. Assim, esses agentes teriam o trabalho de reestruturar as dívidas do Governo.

Há diversos problemas técnicos a serem superados. Entretanto, Eichengreen (2003) coloca a questão de saber se, que mesmo que fossem resolvidos todos esses problemas, se o resultado seria desejável. Ele acredita que essa abordagem é falha pelo fato de desconsiderar as forças de mercado ao transferir a autoridade de reestruturar dívidas problemáticas a um painel ou corte internacional, ao invés de encorajar os participantes do mercado a resolver o problema por si mesmo.

A proposta de *Jubilee* da corte ou tribunal teria a responsabilidade de decidir quais os termos de reestruturação são justos, e não precisaria da aprovação de uma maioria de credores. Os credores acreditariam que perderiam parte de seus direitos, o que faria com que o acesso aos mercados emergentes aos financiamentos do desenvolvimento seria mais uma vez dificultado.

4.8.8 *A proposta de Anne Krueger*

Outra proposta, feita por Anne Krueger, num discurso no Clube Nacional dos Economistas, é um mecanismo que permite que o FMI imponha uma suspensão de todos os pagamentos da dívida durante um prazo fixo num país que tivesse uma dívida insustentável. Isso protegeria o devedor de processos legais, desde que o país se comprometesse a fazer os ajustes necessários e entrasse em negociações com os seus credores. Seria criado um processo para verificar os exigíveis dos credores, julgar disputas entre credores e devedores e tabular os votos sobre os termos da reestruturação. Nesse caso, seria necessária uma maioria de votos para impor os termos de renegociação aos credores. Anne Krueger também propõe que o FMI concedesse um financiamento limitado, emprestaria só pra cobrir o atrasado e não para quitar o que fosse devido a investidores privados.

Entretanto, os países em desenvolvimento resistiram a essa proposta pelo temor de que essa iniciativa aumentasse os custos do financiamento e reduzisse seus acessos aos créditos externos. Porém, se a real visão da proposta é ter mudanças limitadas às negociações entre

devedores e credores e limitar o poder dos credores em dificultar as reestruturações, então, nesse caso, pode ser muito mais benéfico aderir a essa idéia.

O mérito dessa proposta é que ela trata diretamente do problema-chave a ser resolvido a fim de tornar a reestruturação da dívida mais ordenada e previsível, e assim, criar uma alternativa para o financiamento multilateral em grande escala. Protegeria o país de litígios prejudiciais. Permitiria a uma maioria qualificada de credores a obrigar uma minoria com falta de disposição a cooperar. E estabeleceria regras e procedimentos claros para governar o processo de reestruturação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os esforços oficiais para prevenir crises se apóiam em dois pilares: disciplina de mercado e supervisão prudencial. Juntos, os dois podem, em certa medida, tornar o mundo mais seguro no campo financeiro. A primeira linha de defesa contra as crises financeiras deveria ser um plano de ação para desencorajar os agentes econômicos a tomar riscos excessivos. Entretanto, a disciplina de mercado só pode funcionar se os investidores possuem informação necessária para agir seguramente dentro do mercado. Portanto, aumentar a transparência e encorajar a disseminação de informação deveria estar na primeira fila dentro das reformas da arquitetura financeira internacional.

As distorções fornecidas pela assimetria da informação justificam a intervenção através da regulação e da política macroeconômica. Entretanto, a supervisão e a regulação, precisam ser mais completas e rigorosas, para garantir que não sejam criados mais problemas para serem resolvidos.

Quando as crises se espalham internacionalmente, o interesse da comunidade internacional seria assegurar que todos os países melhorem o funcionamento da disciplina de mercado e reforcem a supervisão e regulação prudencial. Para isso, seria necessária a criação e o fortalecimento de padrões internacionais, como medida intermediária, para colocar o foco em padrões relativos a instituições e à formação de competências próprias, desenvolvendo a capacidade institucional para supervisionar e regular as instituições de mercado

Após as grandes crises financeiras da década de 1990 foram tomadas várias iniciativas para prevenir e gerir as crises. Porém duas grandes falhas permanecem e merecem a atenção da comunidade internacional.

Primeiro, o desafio é maior nos países mais pobres, onde essa capacidade institucional tende a ser mais fraca. Várias novas medidas da nova arquitetura internacional criam obstáculos adicionais para esses países à medida que eles tentam melhorar seus índices de desenvolvimento econômico. Os interesses dos países mais ricos em prevenir crises podem se chocar com as realidades dos países de baixa renda. Existe o perigo de que, em seus esforços para conter as ameaças aos mercados e instituições financeiras em países de renda média e alta, a comunidade internacional negligencie as necessidades dos países pobres.

Segundo, há uma inadequação das alternativas para operações de salvamento como uma forma de solucionar os problemas das crises financeiras. Há dificuldades para criar novas instituições como uma corte internacional de falências pelo fato de ser extremamente difícil de essas instituições terem todos os poderes necessários para tornar o sistema financeiro mais

seguro e robusto, assim só seriam criados novas assimetrias. Portanto, para criar uma maior eficiência do sistema financeiro como um todo, seria melhor concentrar os esforços para uma utilização mais ampla de cláusulas de ação coletiva em acordos de empréstimos, aumentando, assim a capacidade de credores e devedores de solucionar problemas de dívidas por conta própria.

As medidas adotadas para reformar a arquitetura do sistema financeiro internacional podem não ter tido o sucesso esperado após as crises financeiras da década de 1990. Entretanto, pode ser considerado que houve progressos importantes na prevenção de crises, mas pouco foi desenvolvido na resolução das crises.

6 ANEXOS

ANEXO I – Cláusula IV do Acordo de Cláusulas do FMI.

Section 1. General obligations of members

Recognizing that the essential purpose of the international monetary system is to provide a framework that facilitates the exchange of goods, services, and capital among countries, and that sustains sound economic growth, and that a principal objective is the continuing development of the orderly underlying conditions that are necessary for financial and economic stability, each member undertakes to collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates. In particular, each member shall:

- (i) endeavor to direct its economic and financial policies toward the objective of fostering orderly economic growth with reasonable price stability, with due regard to its circumstances;
- (ii) seek to promote stability by fostering orderly underlying economic and financial conditions and a monetary system that does not tend to produce erratic disruptions;
- (iii) avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members; and
- (iv) follow exchange policies compatible with the undertakings under this Section.

Section 2. General exchange arrangements

(A) Each member shall notify the Fund, within thirty days after the date of the second amendment of this Agreement, of the exchange arrangements it intends to apply in fulfillment of its obligations under Section 1 of this Article, and shall notify the Fund promptly of any changes in its exchange arrangements.

(b) Under an international monetary system of the kind prevailing on January 1, 1976, exchange arrangements may include (i) the maintenance by a member of a value for its currency in terms of the special drawing right or another denominator, other than gold, selected by the member, or (ii) cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, or (iii) other exchange arrangements of a member's choice.

(C) To accord with the development of the international monetary system, the Fund, by an eighty-five percent majority of the total voting power, may make provision for general exchange arrangements without limiting the right of members to have exchange arrangements of their choice consistent with the purposes of the Fund and the obligations under Section 1 of this Article.

Section 3. Surveillance over exchange arrangements

(A) The Fund shall oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation, and shall oversee the compliance of each member with its obligations under Section 1 of this Article. (b) In order to fulfill its functions under (A) above, the Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members, and shall adopt specific principles for the guidance of all members with respect to those policies. Each member shall provide the Fund with the information necessary for such surveillance, and, when requested by the Fund, shall consult with it on the member's exchange rate policies. The principles adopted by the Fund shall be consistent with cooperative arrangements by which members maintain the value of their currencies in relation to the value of the currency or currencies of other members, as well as with other exchange arrangements of a member's choice consistent with the purposes of the Fund and Section 1 of this Article. These principles shall respect the domestic social and political policies of members, and in applying these principles the Fund shall pay due regard to the circumstances of members.

Section 4. Par values

The Fund may determine, by an eighty-five percent majority of the total voting power, that international economic conditions permit the introduction of a widespread system of exchange arrangements based on stable but adjustable par values. The Fund shall make the determination on the basis of the underlying stability of the world economy, and for this purpose shall take into account price movements and rates of expansion in the economies of members. The determination shall be made in light of the evolution of the international monetary system, with particular reference to sources of liquidity, and, in order to ensure the effective operation of a system of par values, to arrangements under which both members in surplus and members in deficit in their balances of payments take prompt, effective, and symmetrical action to achieve adjustment, as well as to arrangements for intervention and the treatment of imbalances. Upon making such determination, the Fund shall notify members that the provisions of Schedule C apply.

Section 5. Separate currencies within a member's territories

(a) Action by a member with respect to its currency under this Article shall be deemed to apply to the separate currencies of all territories in respect of which the member has accepted this Agreement under Article XXXI, Section 2(g) unless the member declares that its action relates either to the metropolitan currency alone, or only to one or more specified separate currencies, or to the metropolitan currency and one or more specified separate currencies.

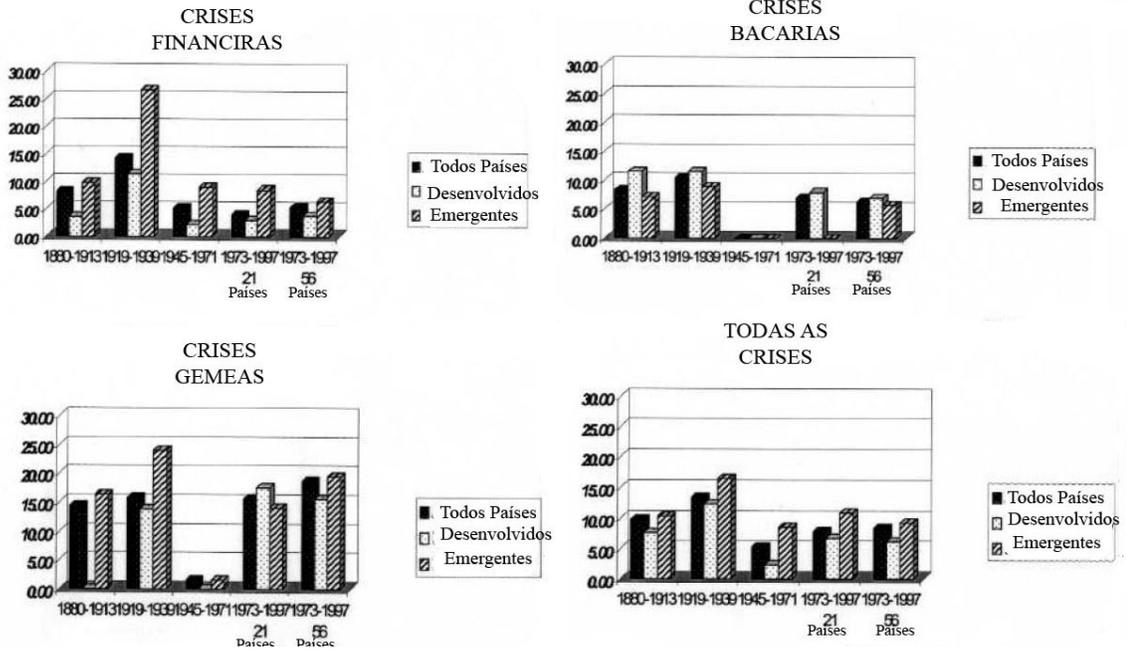
(b) Action by the Fund under this Article shall be deemed to relate to all currencies of a member referred to in (a) above unless the Fund declares otherwise.

ANEXO II – Tabela de multas aplicadas as principais firmas investidoras no “*Global Resolution for Wall Street*” 2003.

FIRMA	Pagamentos de Alívio (U\$ milhões)	Pesquisas Independentes (U\$ milhões)	Educação para Investidores (U\$ milhões)
BEAR STEARNS & CO. LLC	50	25	5
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON CORP.	150	50	0
DEUTSCHE BANK	50	25	5
GOLDMAN SACHS	50	50	10
J.P. MORGAN CHASE & CO.	50	25	5
LEHMAN BROTHERS, INC.	50	25	5
MERRILL LYNCH & CO., INC.	100	75	25
MORGAN STANLEY	50	75	0
SALOMON SMITH BARNEY, INC.	300	75	25
UBS WARBURG LLC	50	25	5
TOTAL:	900	450	85

Fonte: State of New York: http://www.oag.state.ny.us/press/2002/dec/dec20b_02.html/

ANEXO III – Perdas em Produção de Bens e Serviços por tipo de Crise.



Fonte: Bordo, et al (2001).

7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABIDIN, Mahani Z. **The financial crisis in Malaysia: the economic and political consequences.** Malaysia's economy crisis and recovery. Pasir Panjang: Institute of Southeast Studies, 1999. Disponível em: <<http://www.iseas.edu.sg/>>. Acessado em 12 Jan. 2007.

ADELMAN, Irma, BYUNG NAK, Song. **The Korean financial crisis of 1997-98.** Não publicado. Berkley: University of California at Berkeley, 1999. Disponível em: <<http://are.berkeley.edu/~adelman/>>. Acessado em 20 Mar. 2007.

AKYÜS, Yilmaz, CONFORD, Andrew. **Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system.** UNCTAD Discussion paper No. 143. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations, 1999.

BERG, Andrew. **The Asia crisis: causes, policy responses, and outcomes.** FMI working paper, WP/99/138. Washington, DC: International Monetary Fund.

BIS, **International convergence of capital measurements and capital standards: Basel Committee on Banking Supervision.** Basel: Bank of International Settlements, 2006. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs128a.pdf/>>. Acessado em: 20 dez. 2007.

_____, **About the Basel Committee.** Basel Committee on Banking Supervision. Disponível em: <<http://www.bis.org/bcbs/>>. Acessado em: 20 dez. 2007.

_____, **Foreign exchange and derivatives market activity 2007.** *Triennial Central Bank Survey.* Basel: Bank for International Settlements, 2007. Disponível em: <<http://www.bis.org/>>. Acessado em: 18 Jan. 2008.

BORDO, Michael; EICHENGREEN, Barry; KLINGEBIEL, Daniela; MARTINEZ-PERIA, MARIA S. **Is this crisis problem growing more severe?** *Economic Policy*, 2001. Disponível em: <<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research.html/>>. Acessado em: 7 Jan. 2008.

BOT. **Focus on the Thai crisis.** Bank of Thailand Economic Focus, Vol. 2 No. 2, 1998. Disponível em: <<http://www.bot.or.th/>>. Acessado em: 12 Dez. 2007.

BRAUDEL, Fernand. **Civilization material and capitalism.** Paris: Armand Colin, 1967.

CANUTO, O.; Lima, G. T. **Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes.** IE/UNICAMP: Campinas. Texto para Discussão n. 83. Setembro de 1999. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/>>. Acesso em: 3 Nov. 2007.

CHARETTE, Daniel E. **Malaysia in the global economy.** Crisis, recovery and the road ahead. Development Alternatives Inc, 2002. Disponível em: <<http://www.dai.com/>>. Acessado em: 20 Jan. 2008.

CHIODO, Abigail J.; OWYANG, Michael T. **A case study of a currency crisis: the Russian default of 1998.** Federal Bank of St. Louis, 2002. Disponível em: <<http://research.stlouisfed.org/>>. Acessado em 15 Mai. 2007.

CUOMO, Andrew M. **U\$1.4 Billion Global Settlement Includes Penalties and Funds for Investors.** Sec, NY attorney general, NASD, NASAA, NYSE and state regulators announce historic agreement to reform investment practices. Disponível em: <http://www.oag.state.ny.us/press/2002/dec/dec20b_02.html/> Acessado em 12 Ago. 2007.

EICHENGREEN, Barry. **Crisis Financeiras: análise, prevenção e gestão.** Rio de Janeiro: Campus, 2003.

_____. **Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda.** Washington: Institute for International Economics, 1999.

_____. **The baring crisis in Mexican mirror.** *Festschrift for Albert Fishlow.* Berkley: University of California, 1997. Disponível em: <<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research.html/>>. Acessado em: 10 Jan. 2008.

EICHENGREEN, Barry. et al. **Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.** IMF, Economic Issues n. 17, fev. 1999.

EICHENGREEN, Barry; MODY, Ashoka. **Would collective action clauses raise borrowing costs?** An updated and additional results. World Bank policy research working paper No. 2363. World Bank, Development prospects group, 2000.

EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andy; WYPLOSZ, Charles. Contagious Currency Crisis. **NBER Working Paper**, N. 5681, CPER DP 1453, 1997. Disponível em: <<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research.html/>>. Acessado em: 16 Mar. 2007.

ENOCH, Charles et al. **Indonesia: anatomy of a banking crisis two years of living dangerously 1997-99.** IMF Working Paper WP/01/52. Washington: International Monetary Fund, 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org/>>. Acessado em: 17 Dez. 2007.

FISCHER, Stanley. **Financial liberalisation.** *Fifth BIS Annual Conference.* BIS Working Paper No. 32. Financial market liberalization pg. 4-11. Basel: Bank for International Settlements, 2006.

FISCHER, Stanley. In: DAVID FINCH LECTURE, 1998, Melbourne. **Reforming the international monetary system.** Fundo Monetário Internacional. (PALESTRA??)

FMI. **The IMF and recent capital accounts crises: Indonesia, Korea and Brazil.** Evaluation report. Washington, D.C: International Monetary Fund, 2003. Disponível em: <<http://imf.org/external/np/ieo/2003/cac/index.htm/>>. Acessado em: 19 Dez. 2007

____. **IMF executive board reviews the Fund's transparency policy.** Disponível em: <<http://imf.org/external/np/sec/pn/2005/pn05116.htm/>>. Acessado em: 20 Dez 2007.

____. **Article IV – Obligations regarding exchange arrangements.** Article of agreement of the International Monetary Fund. Disponível em: <<http://imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm/>>. Acessado em: 20 Dez. 2007.

____. **Country's policy intentions documents letters of intent – memoranda of economic policies.** Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/cpid/default.aspx?view=loi&sort=cty/>> . Acessado em: 20 Dez. 2007.

____. **Key trends in implementation of the Fund's transparency policy.** Washington, D.C: International Monetary Fund, 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2007/013007.pdf/>>. Acessado em: 20 Dez. 2007.

____. World economic outlook database 2007. **Fundo Monetário Internacional**, 2007. Disponível em: < <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/index.aspx/>>. Acessado em: 4 Dez. 2007.

____. **The IMF and recent capital account crises: Indonesia, Korea, Brazil.** Evaluation report. IMF, 2003.

FRIEDMAN, Milton, SCHWARTZ, Anna. **A monetary history of the United States 1867 – 1960.** National Bureau of Economic Research. Princeton: Princeton University Press, 1963.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** São Paulo: Atlas, 2002. p.41-45.

GERMAIN, Randall D. **Reforming the international financial architecture: the new political agenda.** Ceredigion, Wales, 2000.

GOLDSTEIN, Morris; HILLS, Carla A; PETERSON, Peter G. **Safeguarding prosperity in a global financial system: the future international financial architecture.** Nova York: Council on Foreign Relations, 1999. Disponível em: <<http://se2.isn.ch/serviceengine/FileContent?serviceID=7&fileid=41961467-E7B3-1A3E-576D-2FF35CD46501&lng=en/>>. Acessado em: 20 Dez. 2007.

_____, **The case for an international banking standard.** Policy analyses in international economics. No. 47, Washington, D.C.: Institute for international economics, 1997.

GOLOV, Roman, MATTHEWS, Robin. **The Russian crisis: causes, consequences and implications for the future.** Kingston Business School, Ocasional Paper Series No. 35. Kingston University, 1999.

HELLEINER, Eric. **States and the reemergence of global finance: from Breton Woods to the 1990's**. Londres: Cornell University Press, 1996.

GRUBEN, William C, WELCH, John H. **Banking and currency crisis recovery: Brazil's turnaround of 1999**. Economic and Financial Review, Fourth Quarter. Federal Reserve Bank of Dallas, 2001. Disponível em: <<http://www.dallasfed.org/research/efr/2001/>>. Acessado em: 27 Abr. 2007

JE CHO, Yoon. **The financial crisis in Korea: causes and challenges**. School of international economics. Seoul: Sogang University, 1999. Disponível em: <http://www.adb.org/Documents/Books/Rising_to_the_Challenge/Korea/kore-mac.pdf/>. Acessado em: 16 Jan. 2008.

JOMO, K. S. **Malaysia's september 1998 controls: background, context, impacts, comparisons, implications, lessons**. G-24 discussion papers No. 36. UNCTAD. Geneva: United Nations, 2005. Disponível em <<http://www.unctad.org/>>. Acessado em: 20 Jan. 2008.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras**. 3. ed. Tradução Vânia Conde. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000. Tradução de Manias, panics, and crashes: a history of financial crisis.

KOSE, Ayhan; PRASAD, Eswar, S.; ROGOFF, Kenneth; WEI, Shang-Jin. **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence**. Occasional paper No. 220. Washington: International Monetary Fund, 2003.

KRONGKAEW, Medhi. **Capital flows and economic crisis in Thailand**. pg. 395-416, The Developing Economies, XXXVII-4, 1999. Disponível em: <<http://www.ide.go.jp/English/Publish/De/pdf/>>. Acessado em: 15 Jan. 2007.

KRUGMAN, Paul. A model of balance-of-payment crisis. **Journal of money, credit and banking**. Blackwell publishing: vol. 11(3), p. 311 – 25, 1979.

NAVARRO, Conrado. **Na trilha dos IPOS**. Disponível em: <<http://dinheirama.com/blog/2007/07/09/na-trilha-dos-ipos/>>. Acesso em: 12 Nov. 2007.

RADELET, Steven, SACHS, Jeffrey. **The onset of the East Asian crisis**. Harvard Institute for International Development. Cambridge, 1998.

RIBAKOVA, Elina. **Liberalization, prudential supervision, and capital requirements: the policy trade-offs**. IMF Working paper 05/136. Europa: IMF, 2005.

RICHARDSON, David. **Asian financial crisis**. Current Issues Brief No. 23. Parliament of Australia: Parliament Library, 1998. Disponível em: <<http://www.aph.gov.au/Library/pubs/>>. Acessado em: 12 Jan. 2008.

RODRIK, Dani; Velasco, Andrés. **Short-term capital flows**. NBER Working Papers No. 7364. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w7364.pdf/>>. Acessado em: 16 de Jan. 2008.

ROTHSCHILD, Osh M; STIGLITZ, J. Equilibrium in competitive insurance markets: an essay on the economics of imperfect information. **Quarterly Journal of Economics**, n. 90, p. 629 – 649, 1976.

SACHS, Jeffrey. **Do we need a lender of last resort?** Harvard University, 1994. Disponível em: < <http://www.cid.harvard.edu/archive/hiid/papers/intllr.pdf/>>. Acessado em 23 Mai. 2007.

SELLTIZ, Claire; WRIGHTSMAN, Lawrence S.; COOK, Stuart Wellford. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. brasileira / coordenadores José Roberto M.. São Paulo: E.P.U., 1987. 3v.

SHILLER, Robert J. **Definition of irrational exuberance: origin of term**. Disponível em: <<http://www.irrationalexuberance.com/definition.htm/>>. Acessado em: 19 Dez. 2007

_____. **Irrational exuberance**. Princeton: Princeton university press, 2000.

SPITZER, Eliot. **Global Resolution” of Wall Street’s investigations**, New York, 28 Abr. 2003. Entrevista concebida ao New York State Attorney General Eliot Spitzer. Disponível em: < http://www.oag.state.ny.us/press/statements/global_resolution.html/ >. Acesso em: 12 Ago. 2007.

STEVEN, Glen. Palestra – Anika foundation luncheon. **The asian crisis – retrospective**. Australian Business Economist and Macquarie Bank. Sydney, 2007.

STIGLITZ, Joseph E. **Os exuberantes anos 90: uma nova interpretação da década mais prospera da história**. Tradução Sylvia Maria S. Cristovão dos Santos, Dantes Mendes Aldrighi, José Francisco de Lima Gonçalves, Roberto Mazzer Neto. São Paulo: Companhia de Letras, 2003. Tradução de: The roaring nineties: a new history of the world’s most prosperous decade.

THE CENTRAL BANK OF THE RUSSIAN FEDERATION. **Gross international reserves of the Russian Federation**. Disponível em: <http://www.cbr.ru/eng/tatistics/credit_statistics/print.asp?file=inter_res_08_e.htm/>. Acessado em: 13 Jan. 2008.

TOWNSEND, Lucas R. Can Wall Street’s “Global Resolution” prevent spinning? A critical evaluation of current alternatives. **Seton University School of Law**, Newark, v.34, n.3, 2004. Disponível em: <http://law.shu.edu/journals/lawreview/library/vol_34/vol_34_3/Townsend.pdf/>. Acesso em 01 Set. 2007.

UNCTAD. **UNCTAD Handbook of Statistics 2006 on-line**. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development – United Nations, 2007. Disponível em: <<http://www.unctad.org/>>. Acessado em: 8 Jan. 2008.

WHITT, Joseph A. Jr. **The Mexican peso Crisis**. *Economic Review*. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 1996. Disponível em: <<http://www.frbatlanta.org/>>. Acessado em: 13 Mai. 2007.