



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

CRISES FINANCEIRAS DOS PAÍSES “EMERGENTES”:  
UMA INTERPRETAÇÃO HETERODOXA “

Daniela Magalhães Prates

Tese de Doutorado apresentada ao  
Instituto de Economia da UNICAMP para  
obtenção do título de Doutor em Ciências  
Econômicas – área de concentração: Teoria  
Econômica, sob a orientação do Prof. Dr.  
Ricardo de Medeiros Carneiro.

*Este exemplar corresponde ao original  
da tese defendida por Daniela  
Magalhães Prates em 17/12/2002 e  
orientada pelo Prof. Dr. Ricardo de  
Medeiros Carneiro.*

CPG, 17/12/2002

*Ricardo Carneiro*

Campinas, 2002

UNICAMP  
BIBLIOTECA CENTRAL  
SEÇÃO CIRCULANTE

|            |                                     |
|------------|-------------------------------------|
| UNIDADE    | BC                                  |
| Nº CHAMADA | T/UNICAMP<br>P887c                  |
| V          | EX                                  |
| TOMBO BC/  | 52081                               |
| PROC.      | 16-124/03                           |
| C          | <input type="checkbox"/>            |
| D          | <input checked="" type="checkbox"/> |
| PREÇO      | R\$ 11,00                           |
| DATA       | 12/02/03                            |
| Nº CPD     |                                     |

CM0017B003-2

BIB ID 276241

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

P887c Prates, Daniela Magalhães.  
Crises financeiras dos países emergentes : uma interpretação heterodoxa / Daniela Magalhães Prates. -- Campinas, SP : [s.n.], 2002.

Orientador: Ricardo de Medeiros Carneiro.  
Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas.  
Instituto de Economia.

1. Crise financeira. 2. Fluxo de capitais. 3. Áreas subdesenvolvidas. I. Carneiro, Ricardo de Medeiros. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.



*It is astonishing what foolish things one can temporarily believe if one thinks too long alone, particularly in economics (along with the other moral sciences), where it is often impossible to bring one's ideas to a conclusive test either formal or experimental (Keynes, 1936:viii).*

*Para meus dois amores, Dalberto e Tiago*

## **Agradecimentos**

Colocar o ponto final em uma tese de doutorado não é nada fácil. Todos que venceram esse desafio com certeza enfrentaram a mesma dificuldade. A cada releitura percebemos uma imprecisão, lembramos de um texto que acabou não sendo incorporado. A sensação de que “algo está faltando” é inevitável. Como ressaltaram os professores Antônio Carlos Macedo e Silva e José Carlos de Souza Braga e meu orientador, Ricardo de Medeiros Carneiro, no exame de qualificação do projeto que deu origem a essa tese de doutorado, ela não é o único e nem tão pouco o último trabalho dos que optaram pela carreira acadêmica. Várias questões poderão ser futuramente aprofundadas. É com essa perspectiva que coloco, finalmente, o ponto final.

Assim, em primeiro lugar, quero agradecê-los, não somente por terem me ajudado a estabelecer uma relação mais saudável com a minha tese, mas também por terem contribuído para o recorte do objeto de estudo, naquele momento muito amplo e ambicioso, e por terem apontado lacunas e imprecisões conceituais, que espero ter solucionado no trabalho final.

Em segundo lugar, quero agradecer, especialmente, meu orientador Ricardo, pela sua rigorosa Orientação e também pelo apoio que me deu nas “idas e vindas” que permearam a elaboração dessa tese, que não foram poucas – apesar de nem sempre ter concordado com a direção que ela tomou em alguns momentos.

O projeto inicial, apresentado quando do meu ingresso no doutorado, em 1998, foi redefinido durante o ano que passei em Paris (de maio de 2000 a maio de 2001), no âmbito do programa de Bolsa-Sandwich da Capes, a quem agradeço por ter me concedido a bolsa de estudos que possibilitou esse ano de estudo.

Apesar do objeto ter permanecido o mesmo – as crises financeiras nos chamados países “emergentes” – o foco da análise se modificou: enquanto o objetivo do projeto inicial era identificar as especificidades dessas crises a partir de estudos de caso de cinco países, dois asiáticos e três latino-americanos, com um amplo conteúdo empírico, o projeto que apresentei na qualificação, em janeiro desse ano, tinha como preocupação central o denominador comum dessas crises e era, essencialmente, teórico. O interessante é que, por “linhas tortas”, a preocupação do projeto inicial – ou seja, as especificidades – acabou sendo, de alguma forma, incorporada na tese.

É importante mencionar que essa redefinição provavelmente não teria ocorrido caso eu não tivesse cursado, como aluno-ouvinte, os cursos ministrados pelos professores Dominique Plihon, meu orientador no exterior, e Michel Aglietta. Quero agradecê-los pela oportunidade de participar dos seus respectivos cursos, que despertaram ainda mais meu interesse em investigar as diferenças, nem sempre evidentes, entre as interpretações convencional e heterodoxa dessas crises. Ademais, quero agradecer, especialmente o prof. Plihon, pela orientação e apoio durante minha estadia em Paris.

Estadia que foi muito prazerosa, mas em alguns momentos sofrida. Pois, do ponto de vista intelectual, senti muito a falta de diálogo com meus amigos economistas, Maria Cristina Penido de Freitas, André Moreira Cunha – também “parceiros” em diversos artigos –, Adriana Nunes Ferreira e Marcos Antônio Macedo e Cintra. Percebi como, para mim, esse diálogo e a troca de idéias é essencial. A minha sorte foi que esse “exílio intelectual” ocorreu na “era da internet” A troca de *emails* – com André, Marcos e, com maior frequência, Cristina e Adriana – foi essencial para o alívio das angústias que permearam a redefinição do projeto e para a elucidação de várias dúvidas. Cristina e Adriana, grandes economistas e grandes amigas, não somente me ajudaram intelectualmente, mas também emocionalmente. Quero agradecer, igualmente, o apoio durante esse “exílio” – nesse caso, somente emocional – das minhas amigas Gabriela Nunes Ferreira e Alexandra Barone, da minha mãe Joana, da minha cunhada Soraia e, especialmente, de Maria Amélia Mendes – minha família em Paris –, do meu pai Rodrigo e da sua esposa Maria Inês – que passaram um mês comigo em Paris – e do meu marido Dalberto, principal responsável pelos momentos de prazer – com certeza muito mais numerosos que os de angústia – que vivenciei durante essa estadia.

Quando retornamos para o Brasil, em maio de 2001, retomei minhas atividades na Fundap. Quero agradecer o apoio dessa instituição e, especialmente, do diretor da Diesp, Rui Affonso, sem os quais essa tese não teria sido concluída. Também foi fundamental o convívio diário e o apoio dos colegas da Fundap, principalmente de Renata Correa e Luis Fernando Novais, mas também de Fernando Sampaio, Cristian Andrei, José Geraldo Portugal Jr., Plínio de Arruda Sampaio, Margret Althuon e Beatriz Lefevre.

No período de julho de 2001 ao final de janeiro de 2002 – quando foi realizado o exame de qualificação – avancei bastante na tese. Nesse período estava grávida de meu filho Tiago, que nasceu em 2 março de 2002. Se, por um lado, alguns fatores objetivos não eram muito

favoráveis (enjôos nos primeiros meses, pressão baixa durante os nove meses), o meu estado emocional durante a gravidez contribuiu decisivamente para esse avanço.

Após o nascimento do Tiago, fiquei dois meses me dedicando exclusivamente a ele e, em maio, retomei, aos poucos, a tese. A partir de então, passei a enfrentar outro conflito: me dedicar à tese ou ao Tiago. No início não foi fácil – confesso que a minha vontade era continuar “exclusivamente mãe” durante muito tempo. Mas, o interessante é que, se essa experiência maravilhosa me trouxe esse conflito – que fui aprendendo, também aos poucos, a “administrar” – também me deu força para concluir a tese. Depois que acabou minha licença, em agosto, chegar em casa e receber o sorriso do Tiago era um grande presente e me dava energia para retomar a tese depois que ele ia dormir. Nesse período, contei com a ajuda da Lúcia, da minha sogra, Dalva, e da minha mãe, Joana, que passou uma semana em São Paulo, ajudando a cuidar do Tiago, de dia e de noite. Agradeço às três por terem cuidado dele com tanto carinho durante as minhas ausências.

As leituras de Cristina, Adriana e André foram fundamentais para a versão final da tese. Não tenho palavras para agradecê-los. Se desdobraram para “multiplicar” seu tempo e ler a versão preliminar da tese. Cristina e Adriana leram, na realidade, diversas versões dos capítulos, fizeram comentários fundamentais e também contribuíram para a revisão do português. Também não posso deixar de agradecer Cristina pela ajuda na organização das referências bibliográficas e Dalberto pela edição final da tese.

Finalmente, é importante mencionar que Cristina e André são “cúmplices” de várias idéias dessa tese, que surgiram ao longo das parcerias que tive o privilégio de estabelecer a partir de 1998 com Cristina e de 1999 com André, as quais tiveram como fruto diversos artigos apresentados em congressos e/ou publicados em revistas acadêmicas. Espero poder retomá-las após a defesa dessa tese.

## Sumário

|                                                                                               |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Introdução</b>                                                                             | <b>1</b>   |
| <b>Capítulo 1. A literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”</b> | <b>7</b>   |
| 1.1. Introdução                                                                               | 9          |
| 1.2. Os modelos de crises cambiais de primeira geração                                        | 11         |
| 1.3. A reação teórica nos anos 90: retas paralelas, mas convergentes                          | 20         |
| 1.3.1 A literatura de crises cambiais                                                         | 26         |
| 1.3.2. A literatura de crises bancárias                                                       | 34         |
| 1.3.3. A segunda “onda” de artigos                                                            | 41         |
| 1.4. Conclusão                                                                                | 60         |
| <b>2. A dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo</b>            | <b>65</b>  |
| 2.1. Introdução                                                                               | 67         |
| 2.2. O Sistema Monetário Internacional após o colapso de Bretton-Woods                        | 71         |
| 2.3. A dinâmica da globalização financeira                                                    | 84         |
| 2.4. Conclusão                                                                                | 104        |
| <b>3. Uma interpretação heterodoxa das crises financeiras dos países “emergentes”</b>         | <b>105</b> |
| 3.1. Introdução                                                                               | 107        |
| 3.2. Anatomia das crises financeiras pós-Bretton Woods                                        | 113        |
| 3.2.1. América Latina                                                                         | 124        |
| 3.2.2. Sudeste asiático                                                                       | 142        |
| 3.3. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional                           | 151        |
| 3.4. Conclusão                                                                                | 166        |
| <b>Conclusão</b>                                                                              | <b>169</b> |
| <b>Bibliografia</b>                                                                           | <b>178</b> |
| Referências Bibliográficas                                                                    | 180        |
| Obras consultadas                                                                             | 203        |

## Resumo

Esta tese pretende avançar na compreensão das causas da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90, a partir de uma abordagem heterodoxa, a qual permite a introdução no esquema analítico de um elemento, ao nosso ver fundamental, para a compreensão dessas crises: a dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, enquanto um arranjo institucional hierarquizado e assimétrico em torno de uma moeda-chave, o dólar.

No capítulo 1, apresentam-se os modelos convencionais de crises financeiras nos países “emergentes” desenvolvidos após as crises mexicana e asiática. Argumenta-se que, nesses modelos, os determinantes, em última instância, das crises, continuam sendo os desequilíbrios internos aos países. Este resultado está, por sua vez, associado ao fato de que, apesar da incorporação de fatos estilizados característicos do sistema financeiro internacional contemporâneo, a dinâmica deste sistema está, de forma geral, ausente dos novos modelos, ou é inserida de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita.

O capítulo 2 dedica-se à análise desta dinâmica, a partir das contribuições de diversos autores heterodoxos. Procura-se mostrar que o sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo é intrinsecamente instável, característica que se manifesta na natureza volátil dos fluxos de capitais. Um das principais expressões dessa instabilidade foram exatamente as sucessivas crises financeiras que eclodiram nos chamados países “emergentes” nos anos 90.

No capítulo 3, tomando como ponto de partida essa hipótese, procura-se desenvolver uma interpretação heterodoxa dessas crises. Após caracterizar, de forma geral, a sua dinâmica interna, e apontar algumas especificidades das crises latino-americanas e asiática, argumenta-se que as assimetrias monetárias e financeiras daquele sistema explicam a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, fatores subjacentes ao caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras desses países, ao contrário do que se verifica nos países centrais.

## **Introdução**



A frequência de crises financeiras<sup>1</sup> aumentou de forma considerável nos anos 80 e 90, relativamente às décadas anteriores, tanto nos países centrais quanto nos “emergentes”<sup>2</sup>. Contudo, no caso desses países, as crises cambiais foram mais recorrentes e as crises bancárias mais severas, em termos de seu impacto sobre a economia e dos custos para o setor público; além disso, as crises financeiras tiveram, de forma geral, um caráter gêmeo, decorrente da simultaneidade e interação entre as crises cambiais e bancárias.

Esta tese pretende avançar na compreensão das causas da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90, a partir de uma abordagem heterodoxa<sup>3</sup>. Essa abordagem permite a introdução no esquema analítico de um elemento, ao nosso ver fundamental, para a compreensão dessas crises: a dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, enquanto um arranjo institucional hierarquizado e assimétrico em torno de uma moeda-chave, o dólar. Nossa hipótese central é que essa maior vulnerabilidade decorre da posição subordinada e periférica dos países “emergentes” nesse arranjo, mais especificamente, das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periferia.

As sucessivas crises financeiras desses países (México e Ásia, principalmente) na segunda metade da década de 90 também despertaram o interesse dos economistas do *mainstream*<sup>4</sup>. Como reconheceram estes mesmos economistas, os modelos de crises cambiais desenvolvidos nos anos 80, conhecidos como modelos de primeira geração, revelaram-se insuficientes para a compreensão destes eventos,

---

<sup>1</sup> No âmbito desta tese, entende-se por crise financeira qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas (ver, por exemplo, Unctad, 1998 e Wyplosz, 1998), em contraposição ao conceito tradicional (crise financeira entendida como uma crise financeira interna; ver Davis, 1992).

<sup>2</sup> Segundo Chancellor (200:144), o termo “mercado emergente” foi cunhado “em 1986 por um burocrata da Corporação Financeira Internacional, filiada ao Banco Mundial. Parecia um lugar mais atraente para se investir do que o ‘terceiro mundo’ ou um ‘país menos desenvolvido’”. Já o termo países “emergentes” passou a ser utilizado pela imprensa especializada, organismos multilaterais e pela academia, para se referir aos países periféricos capitalistas e às economias em transição (países do leste europeu, ex-União Soviética) que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais nos anos 90. Nesta tese, o termo países “emergentes” refere-se somente aos países periféricos capitalistas.

<sup>3</sup> A heterodoxia do pensamento econômico abrange diversas abordagens teóricas, dentre as quais as escolas pós-keynesiana, marxista, regulacionista, neo-shumpeteriana e estruturalista. Nessa tese, o termo heterodoxia refere-se, essencialmente às contribuições de Keynes e Marx – que destacaram a natureza monetária e a instabilidade intrínseca das economias capitalistas modernas – e de Prebisch – o qual enfatizou as assimetrias centro-periferia no âmbito do sistema capitalista mundial –, bem como dos autores que se apoiam nas idéias desses três pensadores.

<sup>4</sup> Os termos *mainstream economics* e teoria ou literatura convencional serão utilizados como sinônimos.

que apresentaram características até então praticamente ignoradas pela literatura convencional, como imprevisibilidade e desvinculação com os fundamentos fiscais e monetários dos países.

Nesse contexto, os teóricos do *mainstream* passaram a introduzir nos seus modelos elementos até então enfatizados somente pela heterodoxia como condicionantes destas crises, com destaque para os fatores externos aos países, que têm caracterizado o sistema financeiro internacional contemporâneo, entre os quais: os ataques especulativos auto-realizáveis, a volatilidade dos fluxos de capitais, o comportamento de manada dos investidores estrangeiros e o efeito-contágio. O não-reconhecimento da importância desses fatores tornou-se cada vez mais insustentável, diante do acirramento da instabilidade financeira internacional nos anos 90, manifestada nesses fenômenos.

Este movimento, que Cunha & Prates (1999) denominaram de “reação teórica”, se insere numa tendência mais geral da teoria econômica convencional em curso desde os anos 70, marcada por dois movimentos simultâneos. Por um lado, pela formalização crescente da teoria, na forma de modelos matemáticos e econométricos cada vez mais complexos, o que reflete a retomada, com toda a força, do projeto dos economistas marginalistas: tornar a economia uma “ciência exata”. Por outro lado, a ampliação da agenda de pesquisa do *mainstream*, a partir da incorporação de temas até então relegados à heterodoxia<sup>5</sup>. Possas (1995) denominou esta tendência de “cheia do *mainstream*” - em analogia aos dois efeitos típicos da cheia de um rio: o aumento da correnteza - radicalização do rigor formal - e a inundação das margens - ampliação da agenda de pesquisa. Assim, pode-se afirmar que, além das áreas analisadas pelo autor - microeconomia, macroeconomia e teoria do crescimento - a “cheia do *mainstream*” atingiu, igualmente, a literatura sobre crises financeiras nos países “emergentes”<sup>6</sup>.

No capítulo 1, apresenta-se as principais fases, características e avanços desta “reação teórica”, ou seja, dos novos modelos convencionais de crises financeiras desenvolvidos após as crises mexicana e asiática - os modelos de segunda e terceira gerações, respectivamente. Em seguida, argumenta-se

<sup>5</sup> Dentre esses temas, destacam-se a informação incompleta, os processos de decisão estratégicos, a consideração de fatores institucionais, as bolhas especulativas nos mercados de ativos e de câmbio e a influência das condições de financiamento sobre as variáveis macroeconômicas.

que, nesses modelos, os determinantes, em última instância, das crises, continuam sendo os desequilíbrios internos aos países. A diferença reside na origem desses desequilíbrios: nos modelos de terceira geração, o foco de análise desloca-se da inconsistência nos fundamentos macroeconômicos – “estreitos” (dos modelos de primeira geração) ou “ampliados” (dos modelos de segunda geração) – para as fragilidades nos sistemas financeiros “emergentes”, geradas seja pelas garantias governamentais, seja pelas deficiências regulatórias e/ou institucionais, seja pelas falhas de mercado. Ao nosso ver, esse resultado está associado, por sua vez, a uma importante limitação da “reação teórica”: a despeito da incorporação de fatos estilizados característicos do sistema financeiro internacional contemporâneo, a dinâmica deste sistema está, de forma geral, ausente dos novos modelos, ou é inserida de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita.

Como mencionado acima, defende-se, nessa tese, que essa dinâmica constitui um elemento central para a compreensão das crises financeiras dos países “emergentes”. O capítulo 2 dedica-se à análise desta dinâmica, a partir das contribuições de diversos autores heterodoxos. Procura-se mostrar que o sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo é intrinsecamente instável, característica que se manifesta na natureza volátil dos fluxos de capitais. Esta natureza decorre tanto das características do sistema monetário internacional que emergiu após o colapso de Bretton Woods – ancorado no dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, no regime de câmbio flutuante e na livre mobilidade de capitais – quanto da dinâmica das finanças internacionais nesse contexto, que é subordinada à lógica especulativa de valorização da riqueza. A dominância desta lógica vis-à-vis à produtiva reflete, por sua vez, a emergência de um novo padrão de gestão da riqueza nos países centrais nos anos 80 – após a generalização dos processos de liberalização e/ou desregulamentação financeiras – que passou a condicionar o comportamento das famílias, empresas e instituições financeiras. Essa nova forma de gestão da riqueza extravasou as fronteiras nacionais, já que são esses mesmos agentes os protagonistas dos mercados financeiros internacionais e suas decisões de alocação da riqueza financeira ditam a direção e as características das diversas modalidades de fluxos de capitais.

---

<sup>6</sup> Outras áreas de pesquisa também foram “invadidas” pela “cheia do *mainstream*”, como a área de economia monetária e financeira. Como destaca Freitas (1997a), diversas idéias de Keynes têm sido apresentadas como formulações originais, como a teoria da miopia ao desastre, formulada por Guttentag & Hering (1986) e a teoria do racionamento de crédito, de Stiglitz & Weiss (1981). O mesmo fenômeno tem ocorrido com as idéias de Minsky, incorporadas, a partir

Uma das principais expressões dessa instabilidade sistêmica, que se acentuou nos anos 90, foi a eclosão de sucessivas crises financeiras nos chamados países “emergentes”. No capítulo 3, tomando como ponto de partida essa hipótese, apresenta-se uma interpretação heterodoxa dessas crises. Em primeiro lugar, caracteriza-se, de forma geral, a sua dinâmica interna, bem como algumas especificidades das crises latino-americanas e asiática. Na perspectiva heterodoxa, essas crises são sistêmicas, geradas endogenamente a partir da absorção dos intensos fluxos de capitais, que resultou na emergência de situações de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica. Em segundo lugar, procura-se responder à questão central que norteou a elaboração dessa tese, qual seja: quais as causas da maior vulnerabilidade desses países à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais e, assim, às crises financeiras nos anos 90? Para tanto, considera-se uma característica do sistema monetário e financeiro contemporâneo somente enunciada no capítulo 2: a sua dimensão hierárquica e assimétrica. Argumenta-se que as assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, cujas dimensões são relacionadas e imbricadas, explicam essa maior vulnerabilidade, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que resultam no descasamento de moedas e nos *feed-backs* recíprocos entre crises cambiais e bancárias, subjacente ao caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras desses países, ao contrário do que se verifica nos países centrais.

---

dos anos 80, nas análises microeconômicas das decisões de investimento e também em modelos macroeconômicos (sobre esta última tendência, ver Fazzari, 1999).

## **Capítulo 1**

### **A literatura convencional sobre crises financeiras nos países "emergentes"**

## 1.1. Introdução

---

Na Introdução desta tese destacou-se que, após as crises mexicana e do sudeste asiático na segunda metade da década de 90, ocorreu uma verdadeira “reação teórica” na literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”, a qual passou a reconhecer a importância e, assim, a introduzir nos seus modelos elementos então enfatizados somente pela heterodoxia como condicionantes destas crises, com destaque para fatores externos a esses países, característicos do funcionamento do mercado financeiro internacional no contexto atual de globalização financeira. Este capítulo pretende apresentar as principais fases e características desta “reação teórica”, que também pode ser denominada de “cheia do *mainstream*” no âmbito daquela literatura.

Após um breve resumo dos modelos convencionais de crises cambiais, hegemônicos nos anos 80 – nos quais essas crises são o resultado previsível de ataques especulativos inevitáveis, que refletem uma resposta racional dos agentes privados à inconsistência nas políticas macroeconômicas domésticas (seção 1.1) – apresentam-se os novos modelos de crises financeiras desenvolvidos nos anos 90 (seção 1.2). No caso dos países “emergentes”, é possível identificar duas fases ou “ondas” de artigos.

Na primeira fase, iniciada logo após a crise mexicana, surgiram novos modelos de crises cambiais, que seguiram a tradição dos modelos de segunda geração desenvolvidos em resposta à crise do Sistema Monetário Europeu (SME) – nos quais as crises cambiais são o resultado não antecipado de mudanças auto-realizáveis nas expectativas do mercado – mas aplicada para o caso dos países “emergentes”. Esses modelos, analisados na seção 1.2.1, incorporaram vários elementos na explicação das crises desses países, como: as expectativas auto-realizáveis dos investidores; a influência de um espectro mais amplo de fundamentos – além das políticas monetária e fiscal dos modelos de primeira geração – que condicionam a decisão de desvalorizar ou não dos governos, como a fragilidade do sistema bancário; o papel das variáveis externas; e o efeito-contágio. Nessa fase, também proliferaram trabalhos teóricos e empíricos sobre as crises bancárias em geral, e nos países “emergentes”, em particular, que serão abordados na seção 1.2.2.

Na segunda fase, deslanchada após a crise asiática, as literaturas sobre crises cambiais e bancárias se convergem, dando origem aos modelos de terceira geração, que serão objeto da seção 1.2.3. Esses modelos incorporaram, igualmente, o papel dos fatores externos aos países na eclosão das crises – já



presentes nos modelos pós-crise mexicana –mas há uma mudança no foco da análise: a ênfase se desloca dos fundamentos macroeconômicos “estreitos” ou “ampliados” - dos modelos de primeira e segunda geração, respectivamente – para as características dos sistemas financeiros dos países “emergentes”. As fragilidades desses sistemas tornam-se o elemento central na explicação das crises cambiais, pois estas estão intrinsecamente associadas a uma crise bancária. Assim, esses modelos também poderiam ser denominados de “modelos de crises gêmeas”. A literatura de crises bancárias “entra em cena” ao fornecer os elementos para a compreensão da origem dessas fragilidades, que explicariam, igualmente, a maior vulnerabilidade dos países “emergentes”, relativamente às economias desenvolvidas, a essas crises. Contudo, como a literatura de terceira geração é bastante extensa, optou-se por selecionar alguns modelos representativos, que foram classificados em três grupos, os quais se diferenciam tanto em relação à explicação desta origem quanto à abordagem analítica utilizada (que segue a tradição seja da primeira seja da segunda geração de modelos).

Na conclusão do capítulo (seção 1.3), apresentam-se os principais avanços e limitações desta reação teórica. Avanços porque os modelos tornaram-se mais realistas, ao incorporarem fatos estilizados que caracterizaram o mercado financeiro internacional nos anos 90, bem como uma importante regularidade das crises financeiras dos países “emergentes”, o seu caráter gêmeo. Ademais, os modelos de terceira geração preencheram uma importante lacuna da geração precedente, qual seja, fornecer uma explicação para a maior vulnerabilidade desses países às crises gêmeas: as características específicas dos seus sistemas financeiros. Mas, aqui depara-se com uma importante limitação desta reação: desloca-se, mais uma vez, o foco da análise para as fragilidades ou desequilíbrios internos aos países. Argumenta-se que essa limitação decorre, por sua vez, do fato da dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional está, na maioria das vezes, ausente dos novos modelos, ou ser incorporada de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita.

## 1.2. Os modelos de crises cambiais de primeira geração

O modelo canônico<sup>7</sup> de primeira geração, desenvolvido originalmente por Krugman (1979), foi uma resposta às crises dos países dos latino-americanos do final dos anos 70 e início dos 80 (México, Argentina e Chile). Este modelo também foi denominado de modelo “Krugman-Flood-Garber”, pois foram Flood & Garber (1984) que introduziram o conceito de “taxa de câmbio sombra”, que permitiu a solução para o momento exato do ataque especulativo, como veremos a seguir. Este modelo sustenta, a partir de uma estrutura simples - previsão perfeita e equilíbrio único – que as crises cambiais são o resultado previsível de ataques especulativos inevitáveis, que resultam da resposta racional dos agentes privados a políticas domésticas inconsistentes. A inconsistência decorre da combinação de uma política de câmbio fixo com uma política fiscal expansionista financiada por emissão monetária.

O modelo seminal de Krugman (1979) constitui uma adaptação para a literatura de crises cambiais do modelo de estabilização de preços de *commodities*, com estoque esgotável, desenvolvido por Salant & Henderson (1978)<sup>8</sup>. Mas, no modelo de Krugman (assim como na versão de Flood & Garber), o recurso esgotável são as reservas cambiais do banco central e o preço que deve ser sustentado é a taxa de câmbio. Antes de resumir a dinâmica desse modelo, é importante mencionar suas hipóteses simplificadoras (como reconhece o próprio Krugman), subjacentes a essa dinâmica. Essas hipóteses podem ser separadas em dois grupos: hipóteses gerais e hipóteses relacionadas especificamente aos mercados cambial e monetário.

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

<sup>7</sup> A expressão “modelo canônico” passou a ser utilizada na literatura de crises cambiais como sinônimo de modelo de referência.

<sup>8</sup> Nesse modelo, que se baseia, por sua vez, no modelo de determinação do preço dos recursos esgotáveis de Hotelling (1931), o governo utiliza seu estoque desse recurso para estabilizar seu preço, política que culmina num ataque especulativo, no qual os agentes privados inesperadamente adquirem todo o estoque de reserva do governo, inviabilizando a política de estabilização. A preocupação de Salant & Henderson era mostrar que os esquemas de estabilização do preço das *commodities*, propostos nos anos 70, seriam ineficazes em função da ação dos especuladores (Agénor, Bhandari & Flood, 1992).



Já o segundo grupo inclui as seguintes hipóteses: no âmbito do mercado cambial, a taxa de acumulação de moeda estrangeira corresponde ao saldo da balança comercial, ou seja, não existe conta de capital; no âmbito do mercado monetário, a oferta de moeda doméstica corresponde à base monetária, ou seja, à emissão primária de moeda pelo banco central, pois não existem bancos privados; esta oferta cresce a uma taxa constante para financiar o déficit fiscal; os investidores estrangeiros não detêm moeda doméstica e os residentes podem alocar sua riqueza real entre dois tipos de ativos – moeda doméstica e moeda estrangeira –, cujo rendimento nominal é nulo.

A dinâmica do modelo depende da interação entre as ações dos agentes que interagem no mercado monetário: o banco central e o setor privado doméstico não-financeiro, dada a inexistência de investidores estrangeiros e de bancos. O banco central fixa o preço da sua moeda em relação à moeda do maior parceiro comercial do país e utiliza seu estoque de moeda estrangeira para sustentar este preço, o que equivale a estabilizar o nível de preços domésticos, dada a hipótese de PPC. Os investidores residentes alocam sua riqueza real entre moeda doméstica e estrangeira dependendo da condição de equilíbrio de portfólio: enquanto esses investidores acreditam que o governo vai continuar fixando a taxa de câmbio (e, assim, o nível de preço), a expectativa de inflação é nula e há uma relação estável entre os estoques de riqueza e de moeda doméstica. Em outras palavras, os residentes desejam aumentar a detenção de moeda doméstica somente se lhes for oferecida uma maior taxa de rendimento na forma de uma inflação mais baixa.

Em tese, o governo pode financiar seu déficit fiscal mediante emissão de moeda ou redução do seu estoque de reserva internacional. Mas, dado o compromisso de fixar a taxa de câmbio, ele não tem controle sobre a forma de financiamento do seu déficit, uma vez que a demanda de moeda doméstica do setor privado é estável, dada a condição de equilíbrio de portfólio. Se o governo emite mais moeda que os investidores privados desejam reter, estes trocam o estoque adicional por reservas, que decrescem a um ritmo proporcional à taxa de crescimento da base monetária. Ou seja, esta base cresce a uma taxa constante para financiar o déficit fiscal do governo e a autoridade monetária não pode contrabalançar a variação das reservas por variações da oferta primária de moeda, ou seja, não pode esterilizar o fluxo de reservas.

Assim, quando o governo é deficitário – uma das hipóteses centrais do modelo – a manutenção da paridade é impossível, independentemente do estoque inicial de reservas cambiais. Num determinado momento, o problema de balanço de pagamentos (perda gradual de reservas) transforma-se numa crise: os agentes racionais, antecipando que, sem especulação, as reservas atingirão o patamar

mínimo (forçando o abandono da paridade), procuram adquirir o estoque de moeda estrangeira do governo. A crise sempre advém antes que esse estoque tenha se esgotado.

Se os investidores não antecipam o ataque, quando as reservas se esgotam o nível de preços torna-se a variável de ajuste: o equilíbrio de portfólio do setor privado passará a determinar este nível e não mais o estoque de moeda doméstica. Devido ao excesso de oferta vis-à-vis à demanda de moeda, o nível de preços começa a aumentar (dadas a hipótese de pleno emprego e preços e salários flexíveis), o que implica queda da demanda de moeda. Ou seja, se não existe especulação, o esgotamento das reservas sempre resultará em aumento discreto da taxa de câmbio (dado o desequilíbrio entre oferta e demanda de moeda estrangeira) e do nível de preços, dada a PPC, provocando uma perda de capital para os especuladores.

Contudo, como os investidores são racionais e antecipam corretamente os eventos (dada a hipótese de previsibilidade perfeita), eles evitarão esta perda de capital. Se o estoque de moeda doméstica é trocado por moeda estrangeira um instante antes das reservas se esgotarem, os especuladores podem obter uma taxa de lucro infinita. Todavia, numa situação de equilíbrio com previsão perfeita, nem ganhos nem perdas de capital a uma taxa infinita são possíveis. Os especuladores, prevendo o ganho de capital, competem entre si para apropriá-lo (tentando livrar-se o mais rapidamente possível da moeda doméstica), mas esta competição acaba eliminando as oportunidades de lucro. Na realidade, o ataque especulativo contra as reservas do governo permite aos investidores evitarem perdas de capital. Nas palavras de Krugman (1979: 72):

*In order that there be no windfall capital loss, the speculative attack must not lead to a discrete change in the price level (...) It is this condition that determine when a balance-of-payments crisis occurs.*

Mas, qual é o momento exato do colapso do regime de câmbio fixo? Krugman não derivou explicitamente uma solução para este momento, tendo somente anunciado um resultado "intuitivo": quanto maior o estoque inicial de reservas e menor a taxa de expansão da oferta primária de moeda, mais tardio será o ataque. Num artigo posterior, Flood & Garber (1984) fornecem um exemplo de como esta solução pode ser obtida em um modelo estocástico linear com tempo contínuo (Agénor, Bhandari & Flood, 1992).

Para determinar o momento exato do ataque, Flood & Garber (1984) recorreram ao conceito de "preço sombra" de Salant & Henderson (1978)<sup>9</sup>. Em seu modelo, o preço sombra é a "taxa de câmbio sombra" (*shadow exchange rate*), que corresponde à taxa de câmbio que prevaleceria se o governo abandonasse o compromisso com a paridade fixa e os especuladores adquirissem a totalidade das reservas cambiais. Assim, é a taxa que equilibra o mercado cambial após o ataque. Sua trajetória altista decorre do financiamento do déficit fiscal mediante a expansão da base monetária a uma taxa constante (Flood & Marion, 1998).

Formalmente, o momento do ataque corresponde ao ponto no qual a "taxa de câmbio sombra" equivale à taxa de câmbio fixa vigente. A arbitragem no mercado cambial entre os especuladores faz com que a taxa de câmbio no instante imediatamente posterior ao ataque seja igual àquela vigente no momento do ataque. Ou seja, em função da competição entre os especuladores, não ocorre um aumento discreto (*discrete jump*) no nível da taxa de câmbio, pois este resultaria em oportunidades de lucro (Agénor, Bhandari & Flood, 1992 & Flood & Marion, 1998). Como esclarecem Agénor, Bhandari & Flood (1992: 363):

*Speculators, who foresee reserves running down to zero, avoid the loss from discrete exchange rate change by attacking the currency at the point where the transition to the float is smooth – that is, where the shadow floating exchange rate equals the prevailing fixed rate.*

Como não ocorrem aumentos discretos da taxa de câmbio, a variável que garante o ajuste no momento do ataque especulativo antecipado é a taxa de juros doméstica. Esta taxa precisa "pular" para cima de forma a refletir a desvalorização prospectiva da moeda. Assim, neste momento, há uma queda da oferta de moeda, proporcional à dimensão do ataque, bem como da demanda de moeda, diante do aumento da taxa de juros que sinaliza a desvalorização futura (Flood & Marion, 1998).

A partir de meados dos anos 80, vários autores procuraram estender ou adaptar o modelo canônico "Krugman-Flood-Garber", com o objetivo de torná-lo menos estilizado e, assim, mais realista, a partir da introdução de características geralmente presentes nas crises de balanço de pagamentos dos países em desenvolvimento nos anos 80 (Berg et al., 1999). Dentre essas características, destacam-

---

<sup>9</sup> Nesse modelo, o "preço sombra" (*shadow price*) é aquele que prevaleceria na ausência do esquema de estabilização.

se: a “incerteza”<sup>10</sup> em relação ao nível de reservas e à política monetária do governo; a substitutibilidade imperfeita de ativos e os preços rígidos; os efeitos reais das crises antecipadas; e o papel dos controles de capitais (Agénor, Bhandari & Flood, 1992)<sup>11</sup>.

A hipótese de previsão perfeita foi uma das primeiras hipóteses do modelo canônico a ser questionada. Uma das suas implicações, a estabilidade da taxa de juros doméstica antes do ataque especulativo, mostrou-se irrealista nos diversos episódios de crise cambial dos anos 80. Nestes episódios, esta taxa apresentou um comportamento altista quando a crise era antecipada, em consequência da “incerteza” dos agentes quanto ao momento do colapso do regime cambial, descolando-se da taxa de juros externa<sup>12</sup>.

A “incerteza” foi introduzida nos modelos de crises cambiais de duas formas: (1) a “incerteza” em relação ao nível mínimo de reservas que desencadeia a crise; (2) a “incerteza” quanto ao ritmo de crescimento da oferta de moeda. Em ambos os casos, os modelos têm uma estrutura estocástica, ao contrário dos modelos de previsão perfeita (como o modelo de Krugman, 1979). A existência de uma variável estocástica (“ruído”) possibilita a introdução de um elemento de imprevisibilidade no modelo, ou seja, da “incerteza”, já que esta é sinônimo de risco probabilístico (ver nota 4).

O primeiro tipo de “incerteza” foi anunciado pelo próprio Krugman, no seu modelo seminal. Segundo este autor, se os agentes têm um conhecimento incompleto sobre a quantidade de reservas que o governo está disposto a utilizar para defender a taxa de câmbio fixa, a crise manifesta-se como uma sequência de ataques especulativos temporários e retomadas de confiança, até que a tentativa de manter a paridade é finalmente abandonada.

---

<sup>10</sup> Utilizaremos aspas para diferenciar o conceito de incerteza na teoria convencional da noção de incerteza no sentido keynesiano. Nesta teoria, a “incerteza” é sinônimo de risco probabilístico. Uma hipótese fundamental implícita nesta definição é que os processos sociais e econômicos são ergódicos, isto é, são replicáveis e obedecem leis de distribuição estatísticas estáveis. Já na visão de Keynes, existe uma diferença qualitativa entre incerteza e risco probabilístico. Como destaca Carvalho (1992a), a noção de incerteza deste autor está associada tanto à temporalidade da atividade econômica e à irreversibilidade (e interdependência) das decisões dos agentes, quanto à não-ergodicidade destes processos. Sobre a noção de incerteza de Keynes, ver Carvallho (1992a e b) e Dequech (1999), o qual denomina essa noção de “incerteza num sentido forte”. Para uma explicação detalhada da noção de ergodicidade e da sua incompatibilidade com a noção de incerteza de Keynes, ver Davidson (1999).

<sup>11</sup> O resumo dos modelos de primeira geração desenvolvidos nos anos 80, apresentado a seguir, baseia-se na resenha de Agénor, Bhandari & Flood (1992).

<sup>12</sup> Este problema, denominado de “*peso problem*”, foi examinado inicialmente por Krasker (1980).

Já a “incerteza” em relação ao ritmo de crescimento da oferta monetária doméstica, mencionada inicialmente por Flood & Garber (1984), foi explorada por Penati & Pennacchi (1989), a partir da hipótese de que a evolução desta oferta depende de um componente aleatório, não sendo mais constante como no modelo canônico. Esta hipótese tem várias implicações. Em primeiro lugar, o momento de transição para o regime flutuante torna-se uma variável aleatória que não pode mais ser determinada explicitamente, como em Flood & Garber (1984). Em segundo lugar, como o momento do colapso não é mais previsível, existe sempre a probabilidade de um ataque especulativo no período seguinte, que resulta no aumento da taxa de juros nominal previamente ao ataque e no crescimento da taxa de câmbio futura (ou da taxa de juros no mercado paralelo, um indicador alternativo das expectativas de desvalorização nos países em desenvolvimento). Finalmente, em função da “incerteza” em relação à política monetária, a perda de reservas excede a taxa de crescimento da oferta primária de moeda devido à probabilidade crescente de mudança de regime, acelerando-se com a proximidade desta mudança (outro padrão observado nas crises dos anos 80).

As extensões do modelo original para um mundo de preços rígidos e substitutibilidade imperfeita de ativos foram feitas por Flood & Hodrick (1986), Blackburn (1988) e Willman (1988). O ajustamento lento dos preços decorre da eliminação da hipótese de perfeita substitutibilidade entre os bens domésticos e estrangeiros (implícita na PPC). Quanto menor a flexibilidade de preços (ou seja, maior a inércia) mais tardio será o colapso do regime de câmbio fixo, pois o período de transição necessário para os preços se ajustarem e, assim, garantirem uma transição gradual, será maior.

Outros autores procuraram incorporar no modelo canônico os efeitos reais (sobre o produto, a taxa de câmbio real e a conta corrente) que precederam e/ou sucederam as crises cambiais dos anos 80. Uma das características dessas crises foi o aparecimento de déficits comerciais e/ou em conta corrente no período anterior ao colapso da paridade. Estes déficits tendem a aparecer pois os agentes também ajustam seu padrão de consumo (e não somente a composição de seu portfólio de ativos) quando antecipam uma crise. Este comportamento fornece uma explicação adicional, ao lado da “incerteza”, para a queda gradual e a taxas crescentes (e não abrupta) das reservas antes da crise. Nesse sentido, Calvo (1987) mostra, a partir da introdução de algum grau de rigidez de preços e de um setor de bens não-comercializáveis, como a crise é precedida por uma crescente valorização cambial e pelo aumento do déficit em conta corrente.

Outra característica comum dos países que experimentaram dificuldades de balanço de pagamentos nos anos 80 foi a imposição de controles sobre a saída de capital para postergar o colapso do



regime de câmbio fixo<sup>13</sup>. O impacto dos controles temporários de capital foi estudado por Bacchetta (1990), Dellas & Stockman (1988) e Wyplosz (1986). Em princípio, quanto maior o grau de controle de capital, mais tardia será a mudança de regime. Mas, os modelos chegam a resultados divergentes. Enquanto no modelo de Wyplosz, os controles cambiais conseguem adiar o colapso do regime de câmbio fixo, ao impor um teto no volume potencial de transações especulativas, no modelo de Dellas & Stockman, a ameaça de controles cambiais pode antecipar o ataque especulativo, ao invés de detê-lo.

Além destes modelos, que procuraram tornar o modelo canônico mais realista, foram igualmente desenvolvidos modelos que, de certa forma, anunciaram algumas questões que seriam exploradas pela literatura convencional sobre crises cambiais nos anos 90: o modelo de Obstfeld (1986) e o modelo de Velasco (1987).

O modelo de Obstfeld (1986) introduziu o papel das expectativas auto-realizáveis na explicação das crises cambiais e, assim, pode ser considerado o "germe" dos modelos de segunda geração, desenvolvidos após a crise do SME, como se destacará a seguir. O ponto de partida deste autor é o questionamento de uma das hipóteses centrais do modelo canônico de "Krugman-Flood-Garber", qual seja: de que os agentes não esperam nenhuma mudança da política monetária após a crise. No seu modelo, a política monetária após a crise não é necessariamente a mesma, mas passa a depender da ocorrência ou não do ataque especulativo. Se os agentes esperam que seja adotada uma política monetária inflacionista após a crise, eles realizam o ataque e as autoridades validam *ex post* essas expectativas mediante uma expansão mais intensa da oferta primária de moeda. Nesse caso, a profecia auto-realizável se verifica, e a crise eclode. Em caso contrário, a moeda não é atacada e as autoridades mantêm a paridade fixa e a regra de expansão monetária adotada até então<sup>14</sup>. Ou seja,

<sup>13</sup> Agénor, Bhandari & Flood (1992:374) ressaltam outro instrumento que também possibilita a postergação da perda de reservas e, assim, da crise cambial, pelos países que enfrentam dificuldades de balanço de pagamentos, o recurso ao endividamento externo: "*A central bank facing a perfect capital market can – at least in principle – create foreign reserves by borrowing*". Contudo, essa alternativa não foi explorada pelos modelos de crises cambiais desenvolvidos nos anos 80, que se inspiraram na experiência dos países em desenvolvimento. É interessante observar que, considerando o seu objetivo – tornar o modelo canônico mais realista – a desconsideração desta alternativa não pode ser considerada uma fragilidade desses modelos, pois ela não existia na prática. Vale lembrar que, devido à crise da dívida externa, esses países foram praticamente excluídos dos fluxos de crédito voluntário naquele período.

<sup>14</sup> Contudo, no modelo de Obstfeld (1986) não há uma explicação de por que as expectativas de adoção de uma política monetária inflacionista após a crise são formadas. Essa fragilidade, ao lado das novas características das crises na década de 90, como a sua imprevisibilidade, constituem possíveis explicações para o relativo esquecimento deste modelo até o início desta década, quando as idéias deste autor são resgatadas pelos modelos de ataques especulativos auto-realizáveis, que, inclusive, preenchem esta lacuna do modelo de Obstfeld, como se destacará a seguir.

existem dois equilíbrios possíveis em previsão perfeita – o equilíbrio com crise e o equilíbrio sem crise – mas o resultado do modelo é indeterminado<sup>15</sup>. Como resume Obstfeld (1986: 72):

*The recent balance-of-payments literature, beginning with the work of Paul Krugman (1979) tend to support the foregoing view (...) the attacks are inevitable, and represent entirely conflicting internal and external macroeconomic targets. This paper demonstrates the existence of circumstances in which balance-of-payments crises may indeed be purely self-fulfilling events rather than the inevitable result of unsustainable macroeconomic policies. Such crises are apparently unnecessary and collapse an exchange rate that would otherwise have been viable. They reflect not irrational private behavior, but an indeterminacy of equilibrium that may arise when agents expect a speculative attack to cause a sharp change in government macroeconomic policy.*

Já Velasco (1987) anuncia a relação entre crises cambiais e bancárias, que passou a ser enfatizada após as crises mexicana e, principalmente, asiática, como se verá na seção 1.2.2. Este autor procura formalizar a análise de Diaz-Alejandro (1985) sobre a crise dos países do Cone Sul do início dos anos 80, a partir da extensão do modelo de primeira geração de Krugman (1979) para uma situação na qual o sistema bancário é explicitamente considerado<sup>16</sup>. Em seu modelo, um choque externo negativo reduz o valor dos ativos bancários. Contudo, em função da existência de garantias aos depósitos, os bancos não liquidam os empréstimos de má qualidade, mas recorrem aos empréstimos externos para cobrir as perdas. Quando o acesso a esses empréstimos é interrompido, o governo intervém e resgata os bancos. Os custos desse resgate e a socialização dos passivos externos dos bancos resultam no esgotamento das reservas cambiais e no colapso da paridade. Assim, o crescimento excessivo da oferta monetária (nesse modelo, sinônimo de crédito doméstico) não decorre do déficit fiscal, mas dos esquemas de garantia pública ao sistema bancário. Como sintetiza Velasco (1987:266):

<sup>15</sup> Esse modelo é um modelo de equilíbrio múltiplo, cujo resultado é indeterminado. Na próxima seção, especificamente no Quadro 1.1, são resumidas as principais características deste tipo de modelo. Além do modelo de Obstfeld (1986), vários modelos de crises financeiras desenvolvidos nos anos 90 têm como característica a multiplicidade de soluções, como se verá nas duas próximas seções.

<sup>16</sup> Em relação ao papel dos bancos, Velasco se baseia no modelo de Diamond & Dybvig (1983), de acordo com o qual essas instituições têm a função de transformar passivos líquidos em ativos ilíquidos. Esse modelo, que faz parte de uma das vertentes da teoria convencional de intermediação financeira, como se destacará na seção 1.2.2., serviu de base para o modelo de terceira geração de Chang & Velasco (1998a), que será analisado na seção 1.2.3. Mas, ao contrário deste modelo, o modelo de Velasco se apoia nas hipóteses dos modelos de primeira geração: crise previsível e inevitável e existência de equilíbrio único.

*The "balance of payments crises" literature pioneered by Krugman (1979) examines the consequences of incompatible monetary and exchange rate policies for the balance of payments of a small open economy. Domestic credit creation in excess of money demand growth leads to loss of reserves, and ultimately to a speculative attack against the currency that forces the abandonment of the fixed exchange rate regime. The model presented here extends the 'balance of payment crises' literature to a situation in which the private banking system is explicitly modeled. The 'excessive' rate of domestic credit creation is not the result of an exogenously determined fiscal deficit, but the result from the governmental commitment to guarantee the liabilities of the banking system. The size of this burden is determined by the behaviour of the banks prior to their collapse, particularly by the borrowing undertaken to cover losses.*



### **1.3. A reação teórica nos anos 90: retas paralelas, mas convergentes**

Os diversos modelos de crises cambiais desenvolvidos nos anos 80 resultaram em extensões e adaptações do modelo canônico de Krugman-Flood-Garber, mas não questionaram seus fundamentos básicos: crise inevitável e previsível, decorrente das inconsistências dos fundamentos macroeconômicos dos países. É verdade que alguns modelos anteciparam alguns dos fatores subjacentes a estas crises, que seriam enfatizados nos anos 90: o papel das expectativas auto-realizáveis e das garantias públicas ao setor bancário, introduzidos, respectivamente, por Obstfeld (1986) e Velasco (1987). No entanto, os modelos que se tornaram referência nesse período negligenciaram a importância desses fatores. Assim, no início dos anos 90, o modelo canônico (ou de primeira geração) continuava hegemônico na literatura convencional sobre crises cambiais. Vale lembrar suas principais hipóteses, que serão questionadas e abandonadas pelas novas gerações de modelos que surgem ao longo dos anos 90: além da previsibilidade e inevitabilidade dos ataques especulativos, associados a políticas macroeconômicas inconsistentes, a participação exclusiva dos investidores residentes nesses ataques e a ausência dos fluxos de capitais bem como dos sistemas financeiros domésticos.

A literatura de primeira geração sofreu seu primeiro abalo com as crises do SME de 1992-93. Em primeiro lugar, ao contrário das crises previsíveis e antecipadas desses modelos, estas crises foram, em grande medida, inesperadas e aparentemente inexplicáveis, diante dos sólidos fundamentos fiscais e monetários dos países. Em segundo lugar, a decisão de abandonar a paridade fixa nesse contexto não decorreu da exaustão inevitável das reservas internacionais, provocada pelo desequilíbrio fiscal, mas da relutância dos governos em enfrentar o ataque especulativo, realizado tanto por investidores residentes quanto por não-residentes, mediante elevadas taxas de juros (Berg et al., 1999 e Flood & Marion, 1998).

Os modelos desenvolvidos após a crise do SME, denominados de modelos de segunda geração<sup>17</sup>, procuram fornecer uma explicação para esse novo padrão de crise. É possível identificar dois tipos de modelos de segunda geração (Flood & Marion, 1998).

<sup>17</sup> Esta tipologia de modelos, que se tornou hegemônica, foi feita por Eicheengren, Rose & Wyplosz (1995).

O primeiro tipo é formado pelos modelos de ataques especulativos auto-realizáveis (por exemplo, Eichengreen, Rose & Wyplosz, 1995) – cuja paternidade é o modelo de Obstfeld (1986) – nos quais mudanças na política monetária condicionadas pelo ataque especulativo podem resultar numa crise auto-realizável, mesmo que as políticas monetária e fiscal correntes sejam compatíveis com o regime de câmbio fixo. Mas, como mencionado, Obstfeld (1986) não fornece uma explicação para as expectativas de adoção de uma política monetária inflacionista após a crise, que resultam no ataque especulativo auto-realizável. Os novos modelos desenvolvidos após a crise do SME procuram preencher essa lacuna, a partir da adoção de uma definição mais ampla dos fundamentos, que inclui além dos fundamentos tradicionais ou “estreitos” (políticas fiscais e monetárias correntes), todas as variáveis exógenas que influenciam as antecipações dos agentes atuantes no mercado de câmbio sobre a política monetária futura do governo, como o nível de desemprego, o grau de endividamento do setor público e a situação do sistema bancário. Assim, apesar da compatibilidade dos fundamentos “estreitos” com o regime de câmbio fixo, os agentes passam a questionar sua sustentabilidade diante da degradação dos fundamentos “ampliados” e realizam um ataque especulativo, que é sancionado pelas autoridades (Jeanne, 1996).

No segundo tipo, os modelos de “cláusula de escape”, as expectativas auto-realizáveis e os fundamentos “ampliados” também estão presentes, mas há uma mudança de foco da análise: o comportamento do setor privado e das reservas cambiais, que determinam a dinâmica dos modelos de ataques especulativos auto-realizáveis, é mantido em segundo plano, e a ênfase é colocada na racionalidade das decisões de política econômica do governo. A questão fundamental a ser enfrentada pelo governo é permanecer ou não no sistema de câmbio fixo (ou seja, desvalorizar ou não), e esta decisão deverá ser tomada em função dos seus objetivos mais gerais e do contexto macroeconômico, que inclui não somente a situação fiscal, mas um conjunto mais amplo de

variáveis, isto é, os fundamentos “ampliados”<sup>18</sup>. Foi este segundo tipo de modelo, desenvolvido originalmente por Obstfeld (1994), que se tornou referência na literatura de segunda geração<sup>19</sup>.

Nesses modelos, os *trade-offs* enfrentados pelo governo, que compara os custos e os benefícios envolvidos no abandono da paridade, são em geral representados por uma função-objetivo que inclui os seus múltiplos objetivos, como manter a estabilidade de preços mediante um regime de câmbio fixo e uma política monetária restritiva mas, simultaneamente, evitar o aumento do desemprego, a elevação dos serviços da dívida e a deterioração da situação do sistema bancário<sup>20</sup>. O governo opta ou não por desvalorizar (acionar a “cláusula de escape”) de forma a maximizar esta função. Enquanto os benefícios desse regime – a manutenção da estabilidade de preços – excedem os seus custos – os efeitos adversos da política monetária restritiva sobre o nível de emprego, as contas públicas ou o sistema bancário – o governo opta por defender a taxa de câmbio fixa mediante elevações das taxas de juros. No entanto, mudanças nas expectativas do mercado podem provocar uma crise auto-realizável ao intensificar a tensão entre aqueles múltiplos objetivos e, com isso, alterar o cálculo custo-benefício (Flood & Marion, 1998 e Marion, 1999).

O caráter auto-realizável da especulação provém de uma dinâmica circular entre as antecipações dos agentes privados e a política das autoridades monetárias. Se, por um lado, a credibilidade do regime de câmbio fixo depende da determinação de essas autoridades defenderem a paridade vigente – mediante taxas de juros elevadas –, por outro lado, esta determinação depende da credibilidade da paridade. Se os agentes passam a questionar a sustentabilidade desse regime (ou seja, se a paridade se torna pouco crível), aumenta o custo da sua sustentação, tornando a desvalorização mais “tentadora”. Nesse contexto, essas expectativas passam a ser incorporadas nas taxas de juros de

<sup>18</sup> Como destaca Jeanne (1996), o esforço de integração desses fundamentos na teoria das crises cambiais e de endogeneização da política monetária não foi realizado no âmbito dos modelos de ataques especulativos, mas dos modelos de “cláusula de escape”. Este autor propõe uma outra classificação para os modelos de crises cambiais. O primeiro grupo envolveria os modelos de ataques especulativos, seja associados aos fundamentos, seja auto-realizáveis, nos quais as reservas cambiais desempenham um papel central. Já o segundo grupo abrangeria os modelos de “cláusula de escape”, que ressaltam a racionalidade da decisão de desvalorizar ou não dos governos.

<sup>19</sup> Como ressalta Obstfeld (1994), nos seus artigos precedentes (Obstfeld, 1986 e 1988), foram apresentados modelos nos quais os ataques especulativos dos agentes privados “acionavam” respostas de política que efetivamente validavam estes ataques (ou seja, eram modelos de ataques especulativos auto-realizáveis). Estes artigos, no entanto, não derivam as respostas oficiais a partir de modelos de comportamento ótimo dos governos (*models of optimal government behaviour*), a inovação introduzida no modelo de 1994. Outra novidade desse novo modelo é que as reservas *per se* não desempenham um papel essencial na eclosão da crise. Essa característica decorre da hipótese, realista para os países membros do SME, de que não existe restrição de reservas, pois o governo pode obtê-las livremente no mercado internacional de capitais, estando sujeito somente à restrição orçamentária intertemporal.

<sup>20</sup> Esses modelos se inspiram nos modelos de reputação de Barro & Gordon (1983) e Kydland & Prescott (1977).

mercado e nas demandas salariais e o governo pode concluir que manter a taxa de câmbio fixa envolve um custo muito elevado. A decisão de desvalorizar valida as expectativas do mercado, tornando-as auto-realizáveis. Contudo, quanto maior a degradação dos fundamentos “ampliados”, maior a probabilidade de abandono da paridade fixa (Jeanne, 1996 e Marion, 1999). Como esclarece Obstfeld (1994:199):

*In general, governments have several options that can be exercised in defence of an exchange parity, including borrowing foreign reserves, raising interest rates, reducing government borrowing requirements (...) These strategies (...) are painful, especially when unemployment is high and the public and private sectors are acutely vulnerable to high ex post real rates of interest. (...) If governments determine the extend of their resistance through a cost-benefit analysis, however, self-fulfilling crises become likely in situations where economic distress already places the government under pressure. The reason is that the cost of resisting an attack depends in part on endogenous variables. If markets expect devaluation, for example, domestic interest rates will rise, thus creating an incentive to devalue. Similarly, expectations of devaluation may be incorporate in wage demands, raising authorities' incentive to accommodate. These processes are circular: thus their timing is basically arbitrary and they can be bought into play by seemingly minor events.*

Assim, na segunda geração de modelos, a crise cambial constitui o resultado não antecipado de mudanças auto-realizáveis nas expectativas do mercado. Mesmo um país com fundamentos monetários e fiscais sólidos pode ser vítima de um ataque especulativo, que passa a ter um caráter auto-realizável. Mas, isto não quer dizer que a probabilidade e a eficácia do ataque não tenha relação com os fundamentos. Este ataque é bem sucedido, resultando na eclosão da crise, somente se existe uma região de fundamentos “fracos”, que incluem um leque mais amplo de variáveis (além das políticas fiscal e monetária, a taxa de desemprego, a situação do sistema bancário, o nível de endividamento do setor público), na qual os custos de defender a paridade são tão altos que o ataque especulativo auto-realizável torna-se inevitável (Berg et al., 1999). Como explica Marion (1999:4):

*In second-generation models of currency crises, the concept of 'backing' for the fixed exchange-rate commitment is much broader than the international reserves on the government's balance sheet. Backing encompasses what the government is willing to give up in order to maintain the fixed exchange-rate policy. Not only the government be willing to lose international reserves in defence of the fixed exchange-rate, its must be willing to sacrifice others things as well – such as some employment or the solvency of the some banks. Its willing to give up these other goals depends on the state of the economy. Its is harder to sacrifice further employment for the sake of defending the fixed exchange rate if unemployment is already high. Its is harder to allow some banks to fail if it then puts many other banks and firms in financial jeopardy. Second-generation*



*models therefore require that the economy's fundamentals be weak before a shift in expectations can pull the economy into a crisis.*

Igualmente, nesses modelos não há mais uma relação determinística entre os fundamentos (agora "ampliados") e a crise, uma vez que existem dois equilíbrios possíveis se o país encontra-se na "região frágil": o equilíbrio com ataque especulativo (quando a crise auto-realizável ocorre) e o equilíbrio sem ataque (e, assim, sem crise). A crise pode jamais acontecer, se os agentes coordenam-se no equilíbrio sem ataque. Ou seja, ao contrário dos modelos de primeira geração, com equilíbrio único, existe a possibilidade de equilíbrios múltiplos (ver Quadro 1.1). A multiplicidade de soluções decorre das regras de comportamento não-linear dos agentes. Enquanto os modelos de primeira geração combinam regras de comportamento linear do setor privado e do governo, os modelos de segunda geração enfatizam potenciais não-linearidades no comportamento do governo, como ressaltam Flood & Marion (1998:14):

*The standard first-generation model combines a linear behaviour rule by the private sector – the money demand function – with linear government behaviour – domestic credit growth. All of this linearity interacts with the condition that perfectly foreseen profit opportunities be absent in equilibrium to produce a unique time for a foreseen future speculative attack (...) Second-generation models focus on potentially important nonlinearities in government behaviour. They study what happens when government policy reacts to changes in private behaviour or when the government faces an explicit trade-off between the fixed- exchange-rate policy and other objectives.*

Os modelos de segunda geração, principalmente os modelos de "cláusula de escape", cujas características foram sintetizada acima, serviram de base para a primeira "onda" de modelos de crises cambiais nos países "emergentes" desenvolvidos nos anos 90, que surgiu logo após a crise do México de 1995. Além do aparecimento de novos modelos de crises cambiais, proliferaram trabalhos teóricos e/ou empíricos sobre as crises bancárias em geral e nos países "emergentes", em particular. Assim, é possível identificar duas linhas de pesquisa paralelas: a primeira sobre crises cambiais (1.2.1) e a segunda sobre crises bancárias (1.2.2). Após a crise mexicana, essas "retas paralelas" passaram a convergir, dando origem aos modelos de terceira geração (1.2.3).

### Quadro 1.1 – Os modelos de equilíbrio múltiplo

Os modelos com equilíbrio múltiplo, em função de suas propriedades (principalmente, sua estrutura não-linear) revelaram-se mais adequados para a modelização dos fatos estilizados que têm caracterizado o mercado financeiro internacional nas últimas décadas e, assim, para a análise das crises financeiras recentes. Como ressalta Masson (1999:3), "*models with multiple equilibria (...) can introduce volatility into financial markets that substantially exceeds that of the macroeconomic fundamentals, and as a result square better with the stylised facts of global financial markets*". Essas propriedades permitem que as expectativas sejam auto-realizáveis e possibilitam a introdução do chamado *market sentiment* nos modelos convencionais. Nesses modelos, os agentes também formam suas expectativas racionalmente, mas introduzem em seu modelo a possibilidade da ocorrência de "pulos" entre os equilíbrios, provocados por *extraneous events*. Contudo, esses modelos em geral são indeterminados, pois não explicam por que os especuladores se coordenam no equilíbrio com ou sem ataque e, assim, ambos tipos de equilíbrio são igualmente prováveis.

Esse limite dos modelos de equilíbrio múltiplo, reconhecido e enfatizado pelos economistas do *mainstream* (ver, por exemplo, Jeanne, 1996, Krugman, 1996, Flood & Marion, 1998, Masson, 1999 e Marion, 1999) pode ser superado, do ponto de vista estritamente formal, pela introdução de uma variável exógena, do tipo "mancha solar" (*sunspot*), que teria a função de coordenar as antecipações dos agentes, como sugere Jeanne (1996). Do ponto de vista analítico, dadas as hipóteses de expectativas racionais e informação perfeita, essa variável representaria o comportamento irracional de parcela dos operadores do mercado. Em outras palavras, no âmbito desses modelos, a atividade especulativa estaria associada à ação de *foolish noise traders*, nos termos de Stiglitz (1989) (Alves, Ferrari e Paula, 1999).

Essa "lacuna" dos modelos de equilíbrio múltiplo também poderia ser "preenchida" a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita, como na abordagem do *rational herding behaviour*. Esta abordagem pode ser considerada uma vertente da teoria de assimetria de informações, de acordo com a qual essas assimetrias resultam em três tipos de ineficiências nos mercados financeiros: seleção adversa, risco moral e *herding behavior* (comportamento de manada). A recorrência deste tipo de comportamento, que seria racional num contexto de informação assimétrica e/ou imperfeita, explicaria a coordenação dos agentes no equilíbrio com ataque. Enquanto alguns modelos de *rational herding behaviour*, que também são modelos de equilíbrio múltiplo, enfatizam as assimetrias entre investidores individuais e gestores dos fundos (*principal agent problem*), outros se apóiam na existência de assimetrias intra-investidores individuais ou intra-gestores de fundos (*information cascades*). (Eichengreen et al., 1998). Para um resumo desta abordagem, ver Devenow & Welch (1996). Como se destacará na próxima seção, o modelo de Calvo & Mendonza (1997) se baseia nessa abordagem.

Além dos modelos de crises cambiais de segunda geração e de *rational herding behaviour*, a existência de múltiplas soluções também está presente em outros tipos de modelos, como nos modelos de corrida bancária *à la* Diamond & Dybvig. Sobre as semelhanças e diferenças entre esses três tipos de modelos de equilíbrio múltiplo, ver Masson (1999).



### 1.3.1 A literatura de crises cambiais

Os modelos desenvolvidos após a crise mexicana procuraram incorporar as "lições" dessa crise para a teoria. Além de não apresentar a inconsistência nos fundamentos "estreitos" destacada pelos modelos de primeira geração, essa crise apresentou características ignoradas por esses modelos, como se destacará a seguir. Como ressaltam Calvo et al. (1996), na apresentação do número especial do *Journal of International Economics*, "Speculative Attacks in Emerging Markets: What Mexico Taught Us?"<sup>21</sup>: "*a broad consensus emerged that Mexico's crisis contains critical elements that are not highlighted by the conventional wisdom*".

Este volume incluiu novos modelos de crise cambiais, dentre os quais destacam-se os de Sachs, Tornell & Velasco (1996a), Calvo e Mendonza (1996) e Cole & Kehoe (1996)<sup>22</sup>. Esses modelos seguem a abordagem analítica dos modelos de segunda geração desenvolvidos após a crise do SME – nos quais as crises cambiais são o resultado não antecipado de mudanças auto-realizáveis nas expectativas do mercado – mas aplicada para o caso dos países "emergentes". Diversos elementos foram incorporados na explicação das crises desses países: as expectativas auto-realizáveis dos investidores residentes e não-residentes; a influência de um espectro mais amplo de fundamentos, que condicionam a decisão de desvalorizar ou não dos governos, como a fragilidade do sistema bancário, o papel das variáveis externas, sobretudo a política monetária dos países desenvolvidos; e o efeito-contágio. Assim, ao contrário dos modelos de primeira geração, os investidores estrangeiros detêm moeda doméstica e participam, ao lado dos residentes, do ataque especulativo auto-realizável; e, os fluxos de capitais e o sistema bancário passam a ser considerados.

Além da mesma abordagem analítica, outra semelhança entre os modelos desenvolvidos pós-crise do SME e pós-crise do México refere-se ao leque de fundamentos "ampliados" considerado. No caso do México, esses fundamentos seriam o estoque elevado de dívida pública de curto prazo (*tesobonos*) nos portfólios dos investidores estrangeiros e a fragilidade do sistema bancário doméstico. Nos

<sup>21</sup> Neste número especial foram publicados os principais *papers* apresentados na conferência realizada em dezembro de 1995, no *Center of International Economics of the University of Maryland at College Park*, cujo tema foi "*The mexican crisis of december 1994 and its implications for the theory of balance-of-payments crises*".

países membros do SME, esses fundamentos teriam variado entre os países, mas envolveriam igualmente esses dois fatores, além do alto nível de desemprego e das “incertezas” quanto ao Tratado de Maastricht. Como ressalta Obstfeld (1994), a crise dos países nórdicos no início dos anos 90 teria decorrido do dilema entre a manutenção de uma taxa de câmbio fixa e os efeitos que um aumento da taxa de juros teria sobre o sistema bancário fragilizado. Já problema da estrutura de maturidade e da denominação monetária da dívida pública também estaria subjacente à crise da lira italiana em 1992.

Alguns modelos analisaram somente o papel do estoque de dívida pública de curto prazo, principalmente daquela parcela denominada em dólar (os *tesobonos*), na eclosão da crise cambial auto-realizável, como Cole & Kehoe (1996) e Sachs, Tornell & Velasco (1996a). A crise do México se diferenciaria das crises dos países latino-americanos dos anos 80, pois não teria sido o resultado de um comportamento fiscal irresponsável do governo. O setor público teria “entrado na cena” quando passou a esterilizar os efeitos monetários dos fluxos de capitais mediante emissão de títulos denominados em peso e, posteriormente, em dólares.

Nesses modelos, o crescimento desse estoque até um determinado patamar, num contexto de queda das reservas, conduz a economia para a “região frágil”, na qual há possibilidade de “equilíbrio múltiplo”: se os agentes esperam a desvalorização, esta será validada pelo governo, diante dos maiores custos de financiamento da dívida (devido à necessidade de elevação dos juros e do aumento do prêmio de risco dada a expectativa de desvalorização); caso contrário, esta não ocorrerá. Assim, o governo mexicano, apesar de solvente (em termos de uma baixa razão dívida/PIB) teria se tornado vulnerável a uma crise de liquidez, pois suas reservas líquidas não seriam suficientes para cobrir as obrigações de curto prazo. O fato de grande parte dessas obrigações ser denominada em moeda estrangeira teria agravado essa vulnerabilidade, pois o banco central, nesse caso, não poderia atuar como prestador em última instância.

De acordo com Sachs, Tornell & Velasco (1996a), dois fatores indicavam a necessidade de ajustes na política econômica: a sobrevalorização do peso e o amplo déficit em conta corrente. Este contexto e os conflitos políticos do início de 1994 explicariam a retração dos fluxos de capitais. Contudo,

<sup>22</sup> Também incluiu um estudo empírico, baseado em testes econométricos - Frankel & Rose (1996) - que corrobora as hipóteses dos novos modelos, ou seja, identifica tanto a irrelevância das variáveis enfatizadas pelos modelos de primeira geração quanto a importância dos fatores externos - como, a evolução da taxa de juros americana, na eclosão das crises. Posteriormente, estas hipóteses foram igualmente corroboradas por outros estudos (ver, por exemplo, Eichengreen & Rose, 1998 e Kaminsky, Lizondo & Reinhart, 1998).

naquele momento, quando o nível de reservas ainda era elevado e o volume de dívida de curto prazo denominada em moeda estrangeira reduzido, um ajustamento gradual seria possível e envolveria, além de uma correção da taxa de câmbio, políticas fiscal e monetária mais restritivas. Mas, o governo mexicano teria optado, na realidade, por uma política monetária expansionista – que acentuou a queda de reservas associada à redução dos ingressos de capital – e pela substituição progressiva dos *Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)*, títulos de curto prazo sem correção cambial, pelos *Tesobonos*.

Mas, quais teriam sido as razões subjacentes à opção de política econômica do governo mexicano ao longo de 1994? Num texto precedente (Sachs, Tornell & Velasco, 1996b), esses autores explicitam o conflito entre os múltiplos objetivos do governo mexicano, que teria condicionado esta opção. Por um lado, ajustes na política cambial (leia-se, desvalorização) teriam sido descartados devido ao receio de perda de credibilidade num ano eleitoral. Por outro lado, a fragilidade do sistema bancário, expressa no volume expressivo de créditos em atraso e liquidação nos portfólios dos bancos, teria impedido a autoridade monetária de praticar uma política monetária restritiva, a qual teria evitado a evasão das reservas ao longo de 1994. Assim o banco central teria neutralizado a queda das reservas provocada pela saída de capitais mediante aquisição de títulos detidos pelas instituições financeiras, o que resultou na expansão do oferta de moeda (também sinônimo de crédito doméstico nesse modelo). Como ressaltam Sachs, Tornell & Velasco (1996b: 26-27):

*...reserve losses are the direct result of the central bank's domestic credit expansion, not the result of the loss of investor confidence per se. The loss of confidence, by itself, would have led to higher interest rates and a smaller current account deficit, with or without devaluation. It was the attempt of the central bank to resist a further rise in interest rates demanded by foreign investors, through various channels of domestic credit expansion, that led to the collapse of reserves (...) The other side of the coin is that higher interest rates would have increased the likelihood of bankruptcy in parts of the banking system .*

A fragilização do sistema bancário estaria, por sua vez, associada ao contexto de liberalização financeira doméstica e absorção de fluxos de capitais. Esta liberalização financeira, que eliminou os encaixes compulsórios, ao lado da queda da inflação, teria resultado no aumento do grau de monetização da economia (indicado pelos elevados indicadores M2/PIB e M3/PIB) e, assim, dos depósitos bancários, que possibilitou a expansão excessiva do crédito bancário. Os fluxos de capitais, em grande medida intermediados pelos bancos, fomentaram o ciclo de crédito, direcionado sobretudo para o consumo e a aquisição de imóveis. O resultado desta expansão foi a deterioração dos ativos

dessas instituições, que teria condicionado a decisão do governo mexicano de adotar uma política monetária laxista em 1994.

Os autores mencionam outra fonte de vulnerabilidade da economia mexicana, associada igualmente ao aumento do grau de monetização: o elevado volume de depósitos bancários de curto prazo vis-à-vis as reservas cambiais. Isto porque, dada a existência de reservas bancárias fracionárias e garantia pública implícita ou explícita aos depósitos, estes depósitos são obrigações contingentes do Banco Central, uma vez que os agentes esperam que o governo fornecerá liquidez para os bancos em dificuldade. Nesse contexto, uma corrida bancária pode se converter facilmente numa fuga da moeda nacional. Assim, a vulnerabilidade da economia mexicana a um ataque especulativo auto-realizável não decorreria somente da elevada dívida pública de curto prazo (como em Cole & Kehoe, 1996 e Sachs, Tornell & Velasco, 1996a), mas também da liquidez dos depósitos bancários, garantidos, em última instância, pelo governo.

A política alternativa – que teria evitado a crise na visão dos autores – seria a não-esterilização da queda das reservas, que provocaria uma elevação da taxa de juros devido ao desequilíbrio entre a demanda e oferta de moeda. Essa elevação resultaria numa contração dos gastos dos agentes privados e, assim, na redução do déficit em conta corrente. Em outras palavras, o Banco Central mexicano, ao esterilizar o impacto monetário contracionista da saída de capitais, teria evitado que o mecanismo de ajustamento clássico num regime de câmbio fixo (o mecanismo de Hume) entrasse em operação.

De acordo com Sachs, Tornell & Velasco, a crise mexicana não teria sido uma crise cambial padrão, mas uma crise de liquidez do governo e, assim, não se encaixaria nos modelos de primeira geração (desvalorização antecipada e parte integrante do ataque especulativo contra as reservas cambiais): além de inesperada pela maioria dos agentes (incluindo a imprensa especializada), a desvalorização e o pânico financeiro teriam sido eventos separados, lógica e temporalmente, com a desvalorização ocorrendo antes e contribuindo para o pânico em relação aos títulos públicos, ao gerar expectativas de que o governo não iria honrar suas obrigações denominadas em dólar. O contágio para o setor privado, em especial para o sistema bancário, decorreria da crença de que o governo, dada a sua situação da iliquidez, se veria impossibilitado de agir como prestador em última instância, o que seria a regra nos países em desenvolvimento.

Calvo & Mendonza (1996) também enfatizam os erros de política econômica ao longo de 1994, o



desequilíbrio entre os agregados monetários (M2 e M3) e as reservas cambiais e o papel da fragilidade bancária na crise de dezembro. Segundo esses autores, essa crise seria um “novo tipo de crise de balanço de pagamentos, na era dos mercados de capitais globais”:

*In these new crises, a country's fixed-exchange-rate regime becomes vulnerable as large imbalances emerge between stocks of liquid financial assets and gross reserves. Banking fragility, exogenous shift in world capital flows, and the policy response in the early stages of the crisis contribute to these imbalances. Vulnerability leads to large devaluations and a financial crash because of 'panic' runs against financial assets (...) in the new BOP crises flow imbalances (i.e. large current accounts and overvalued real exchange rates), while not irrelevant, are much less critical than stock imbalances (Calvo & Mendonza, 1996: 236-237).*

No entanto, ao contrário de Sachs, Tornell & Velasco (1996b), esses autores desenvolveram um modelo que combina elementos dos modelos de primeira e segunda geração. Assim, seu modelo pode ser considerado um modelo *cross-generation*, ou seja, “intergerações”<sup>23</sup>. A crise estaria relacionada a dois mecanismos. O primeiro mecanismo associa a fragilidade bancária e os fluxos de capitais com a vulnerabilidade da paridade cambial e gera previsões similares aos modelos de primeira geração (redução gradual e, depois, súbita das reservas, quando a paridade é abandonada). Todavia, o ataque especulativo, subjacente à crise, não se originaria do déficit fiscal, como nesses modelos, mas da antecipação de um *bail-out* do sistema bancário pelo banco central, uma vez que esse sistema estaria fragilizado em função do acúmulo de créditos de liquidação duvidosa e do descasamento de prazos entre os passivos e os ativos – associados, respectivamente, ao boom creditício alavancado pelos fluxos de capitais num contexto de subestimação dos riscos cambiais dado o regime de câmbio fixo, e ao aumento do grau de monetização da economia após a liberalização financeira e a estabilização dos preços.

Nesse contexto, a paridade cambial teria se tornado menos crível, pois os agentes teriam percebido que sua manutenção comprometeria a habilidade do banco central de atuar como prestador em última instância. Ademais, a própria reação das autoridades monetárias mexicanas aos choques do

<sup>23</sup> Essa denominação foi sugerida por Flood & Marion (1996). É importante mencionar que nos anos 90, além do surgimento de novas gerações de modelos de crises cambiais, foram desenvolvidos modelos *cross-generation* e novos modelos de primeira geração, dando continuidade ao movimento de adaptação e extensão deste tipo de modelo iniciado nos anos 80, que também procuraram incorporar características das crises dos anos 90. Por exemplo, Flood, Garber & Kramer (1996), num artigo também publicado no simpósio supracitado, tornaram o modelo de primeira geração compatível com uma característica da crise mexicana (e das crises cambiais em geral nos anos 90): a esterilização do impacto monetário das variações das reservas cambiais.

início de 1994 teria abalado a confiança dos agentes na política cambial pois, ao invés de praticar uma política monetária restritiva necessária para reverter a queda das reservas e, assim, sustentar a paridade, optou-se pela esterilização da queda das reservas (aspecto também ressaltado por Sachs, Tornell & Velasco), exatamente para evitar uma crise bancária. Assim, a fragilidade dos bancos constituiria um elemento fundamental para a compreensão da crise mexicana.

Contudo, a dimensão da crise após a flutuação da taxa de câmbio requer explicações adicionais. É necessário um segundo mecanismo que explique a relação entre a desvalorização cambial e a fuga maciça dos ativos domésticos. Para explicá-la, Calvo & Mendonza anunciam um argumento que será desenvolvido, de forma mais detalhada, num artigo posterior (ver Quadro 1.2): de acordo com esses autores, a mudança abrupta de opinião dos investidores globais sobre suas posições no México, que teria desencadeado o ataque especulativo *bonds-led* nos dias após a desvalorização, bem como o efeito-tequila, decorreria do seu comportamento de manada, que seria racional num contexto de crescente diversificação internacional propiciada pelos mercados de capitais globalizados. Nesse contexto, os investidores tornam-se extremamente suscetíveis a pequenos choques negativos ou boatos. A desvalorização mexicana teria sido um desses choques, que alterou as expectativas de lucro desses investidores ao sinalizar que o novo governo seria menos confiável que o anterior.

Porém, este argumento não explica por que a situação não se estabilizou depois da queda abrupta dos preços das ações e dos títulos, que restaurou a rentabilidade dos ativos domésticos. O efeito do pânico inicial teria sido magnificado pelo grande estoque de tesobônus que estavam vencendo, que suscitou dúvidas quanto à solvência do governo. De acordo com os autores, nesse momento as "profecias auto-realizáveis" (a característica dos modelos de segunda geração introduzida no modelo) teriam entrado em ação: a opção do governo de refinarciar esse estoque a taxas de juros mais altas teria se frustrado devido às expectativas desfavoráveis dos investidores (diante da situação política tensa, do conflito de Chiapas, etc.), que acabaram por forçá-lo a adotar um programa draconiano de ajuste para obter apoio internacional e, assim, evitar o *default* dos *tesobonus*.



### Quadro 1.2 – O modelo de Calvo & Mendonza (1997)

Após as crises mexicana e asiática foram desenvolvidos modelos que procuram explicar uma característica das crises recentes, o efeito-contágio, dentre os quais o modelo de Calvo & Mendonza (1997), que se baseia na abordagem do *rational herding behavior* (ver Quadro 1.1). Segundo estes autores, a globalização do mercado internacional de capitais, ao aumentar o leque de ativos disponíveis e, assim, possibilitar a diversificação dos portfólios dos investidores estrangeiros, reduziria, ao mesmo tempo, os retornos associados ao "investimento" na obtenção de informações sobre os diversos ativos, acentuando o problema de informação incompleta que torna o comportamento de manada (*herding behavior*) racional. Neste contexto, os investidores altamente diversificados teriam poucos incentivos para investir na obtenção de informações – ou seja, existiria um *trade-off* entre diversificação e informação – e, assim, tornar-se-iam extremamente suscetíveis a choques negativos de pequena magnitude, e mesmo a boatos, que alterem suas expectativas de lucro. Em outras palavras, este tipo de comportamento seria o "resultado natural" da estratégia de otimização de seus portfólios num contexto de crescente diversificação internacional. Este problema de "ação coletiva" aumentaria a probabilidade de amplos movimentos dos fluxos de capitais desvinculados dos fundamentos e, assim, da eclosão de crises associadas ao contágio.

Igualmente, esse modelo fornece uma explicação para a maior incidência dessa modalidade de crise nos "mercados emergentes": como os títulos destes mercados ainda representam uma pequena proporção dos portfólios dos investidores institucionais estrangeiros, estes acabam optando por não investir na obtenção de informação sobre o fundamento dos boatos e, assim, seguem a "manada". Este tipo de modelo também tem como característica a possibilidade de equilíbrios múltiplos.

É interessante mencionar que Calvo & Mendonza (1997) iniciam seu artigo com uma citação da Teoria Geral, especificamente da parte do capítulo 12 na qual Keynes define o conceito de especulação. Assim, pode-se afirmar que nesse modelo, que pode ser considerado um dos principais exemplos da "cheia do *mainstream*" na literatura de crises financeiras nos países "emergentes", os autores sugerem a "fonte de inspiração" da sua formulação teórica. Contudo, a aproximação com as idéias de Keynes é somente aparente, pois a explicação das causas do comportamento de manada é distinta da apresentada por esse autor. Enquanto para Keynes esse comportamento decorre da lógica intrínseca de funcionamento dos mercados financeiros líquidos e liberalizados, Calvo & Mendonza (1997) se apoiam na abordagem do *rational herding behavior*, segundo a qual o *herding* decorre de um tipo de falha de mercado: as assimetrias de informação.

Assim, pode-se dizer que nesses dois últimos modelos (Sachs, Tornell & Velasco, 1996b e Calvo & Mendonza, 1996) a inconsistência intertemporal da política monetária – associada à fragilidade do sistema bancário e ao elevado estoque de dívida pública de curto prazo vis-à-vis as reservas cambiais – teria impedido o Banco Central de praticar uma política monetária compatível com a manutenção do regime de câmbio fixo e, conseqüentemente, tornado o país vulnerável a um ataque especulativo auto-realizável. Mas, apesar dos vários pontos em comum, o modelo de Calvo & Mendonza dá um passo adicional em relação ao de Sachs, Tornell & Velasco (1996b), ao fornecer uma *rationale* para a coordenação no equilíbrio com ataque e, assim, para o ataque especulativo auto-realizável: o comportamento de manada dos investidores estrangeiros num ambiente de mercados de capitais globalizados<sup>24</sup>.

Ademais, ambos modelos já adiantam elementos que terão um papel central nos modelos de terceira geração, desenvolvidos após a crise asiática, como: a relação entre o contexto de ingresso de capitais e liberalização financeira doméstica e a fragilidade bancária, e o papel desta fragilidade no colapso do regime de câmbio fixo. Contudo, esses modelos não exploram, como a geração subsequente, quais seriam os fatores específicos aos países “emergentes”, subjacentes à emergência da situação de fragilidade bancária neste contexto e ao vínculo entre esta fragilidade e a crise cambial. Somente mencionam, *en passant*, alguns destes fatores, como a função do banco central de emprestador em última instância e “garantidor” dos depósitos, ou seja, a existência de garantias públicas aos ativos e passivos bancários<sup>25</sup>. A literatura de crise bancária procura preencher algumas dessas lacunas dos modelos de segunda geração, como se verá a seguir<sup>26</sup>.

<sup>24</sup> Como já mencionado, uma limitação dos modelos de equilíbrio múltiplo é exatamente a inexistência de uma explicação de por que os investidores se coordenam em um ou outro equilíbrio.

<sup>25</sup> Como explicitam Calvo e Mendoza (1996: 247): “*The above discussion take as given banking fragility. Explaining it in full is beyond the scope of this paper (...)*”.

<sup>26</sup> Vale mencionar mais dois modelos inspirados na crise mexicana. O modelo de Calvo (1997), que, a partir da incorporação no modelo original de Krugman do sistema bancário e do mercado de títulos públicos estabelece uma relação formal entre a fragilidade bancária e a expansão da dívida pública de curto prazo e as crises cambiais. Já Miller (1996) desenvolveu um modelo de crise cambial que incorpora os bancos comerciais, se apoiando na *double drain literature*, a qual ressalta a relação entre o *internal drain* (fuga dos detentores de depósitos bancários) e o *external drain* (ataque especulativo contra uma moeda).

### 1.3.2. A literatura de crises bancárias

A segunda linha de pesquisa desenvolvida após a crise mexicana envolveu trabalhos teóricos e empíricos sobre crises bancárias em geral, e nos países “emergentes” em particular. Esses trabalhos procuraram investigar as causas subjacentes à fragilidade bancária desses países, questão não aprofundada pela literatura de crise cambial de segunda geração<sup>27</sup>.

Uma das principais referências é o artigo de Kaminsky & Reinhart (1996) que, a partir de um estudo empírico, identifica o aumento da incidência de crises bancárias após a década de 70, bem como uma forte correlação entre essas crises e as crises cambiais (ou de balanço de pagamentos), que as autoras denominam de crises gêmeas. Na verdade, além dessa forte correlação, as autoras identificam uma relação de causalidade entre as duas crises, pois de forma geral as crises bancárias teriam precedido as crises cambiais. Quais seriam, então, as causas das crises bancárias e os mecanismos de transmissão entre crises bancárias e cambiais? O processo de liberalização financeira num contexto de mecanismos de supervisão e regulamentação deficientes seria o principal determinante das crises bancárias e estas acabariam provocando uma crise cambial devido às operações de salvamento do banco central<sup>28</sup>. Contudo, como o estudo de Kaminsky & Reinhart (1996) apoia-se numa amostra de países desenvolvidos e “emergentes”, essas autoras não analisam os fatores específicos a estes países que os tornariam mais vulneráveis às crises bancárias e, assim, às crises gêmeas.

Seguindo uma abordagem semelhante à de Kaminsky & Reinhart (1996), alguns autores procuraram identificar os fatores específicos aos países “emergentes” que os tornariam mais vulneráveis às crises bancárias num ambiente de liberalização financeira (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998a e b e Caprio Jr. & Klingebiel, 1996)<sup>29</sup>. Por um lado, a deficiência dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias, num contexto de amplas garantias públicas aos passivos bancários, permitiria aos bancos negligenciarem os riscos embutidos em seus empréstimos, ou seja, criaria uma situação de risco moral<sup>30</sup>. Ou seja, a fragilidade bancária surgiria devido à combinação dessas

<sup>27</sup> O FMI também desenvolveu trabalhos teóricos sobre as causas da fragilidade bancária nos países “emergentes” e com recomendações de política para superá-la. Ver: Lindgren, Garcia & Saal (1996) e Alexander et al. (1997).

<sup>28</sup> A referência teórica utilizada pelas autoras é o modelo de Velasco (1987).

<sup>29</sup> Outro estudo detalhado sobre as fragilidades dos sistemas financeiros dos países “emergentes” é o de Honohan (1997). Para uma resenha da literatura sobre crises bancárias nesses países, ver Goldstein & Turner (1996)

<sup>30</sup> Como se destacará a seguir, esta é somente uma das dimensões do risco moral.

garantias – característica dos países “emergentes” mencionada pelos modelos de crise cambial – com as fragilidades regulatórias <sup>31</sup>:

*Our evidence suggests that, in the period under consideration, moral hazard played a significant role in bringing about systemic banking problems, perhaps because countries with deposit insurance schemes were not generally successful in implementing appropriate prudential regulation and supervision, or because the deposit insurance schemes were not properly designed (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998a: 84).*

Por outro lado, as fragilidades institucionais – como os sistemas legais, de auditoria e judiciais ineficientes e corruptos, e a menor transparência das informações – explicariam, ao lado das fragilidades regulatórias, por que a liberalização financeira, apesar de necessária e recomendável<sup>32</sup>, poderia aumentar a incidência de crises bancárias nos países “emergentes”:

*Financial liberalization tends to make banking crises especially likely in countries where the rule of law is weak, corruption is widespread, the bureaucracy is inefficient, and contract enforcement is ineffective. Thus there is clear evidence that financial liberalization increases financial fragility – especially in developing countries, where the institutions need to support a well-functioning financial system are generally not well established (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998b: 305).*

Mishkin (1996) destaca, igualmente, que as fragilidades regulatórias e institucionais seriam fatores específicos aos países “emergentes”, relacionados a sua maior vulnerabilidade a crises bancárias. Contudo, este autor não realiza estudos empíricos e/ou econométricos como os trabalhos anteriores, mas preenche uma lacuna desses trabalhos, ao desenvolver de forma mais detalhada o referencial teórico subjacente, que se baseia na teoria da informação assimétrica<sup>33</sup>.

<sup>31</sup> Argumentos semelhantes foram defendidos em artigos sobre as crises bancárias latino-americanas, publicados após a crise do México, ver: Hausmann & Rojas-Suarez (1997), Rojas-Suarez & Weisbrod (1995 e 1998) e Bery & García (1996).

<sup>32</sup> Na visão convencional, a liberalização financeira seria uma reforma estrutural fundamental para os países em desenvolvimento, ao possibilitar a eliminação da repressão financeira, que seria uma das responsáveis pela instabilidade e estagnação desses países nos anos 80. O termo “repressão financeira” foi utilizado por McKinnon (1973) e Shaw (1973) para qualificar uma situação de regulamentação do sistema financeiro – principalmente, controles sobre as taxas de juros – que impediria o equilíbrio entre poupança e investimento no mercado de bens e o aprofundamento financeiro da economia. Para uma análise detalhada dessa teoria, ver Cintra (1999).

<sup>33</sup> Esse autor pretende construir uma teoria geral das crises financeiras fundada na teoria da informação assimétrica (ver também Mishkin, 1992), e também procura diferenciar os mecanismos de origem e propagação das crises financeiras entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento (ver também Mishkin, 1998). Num artigo de 1999, Mishkin procura aplicar sua teoria na análise da crise asiática (ver Mishkin, 1999). Para um resumo da teoria de Mishkin, ver Cunha & Prates (1999b e 2000).



De acordo com esta teoria, que constitui uma das vertentes da teoria convencional de intermediação financeira<sup>34</sup>, os bancos são intermediários financeiros cuja presença torna-se necessária devido à existência de um tipo de falha de mercado, as assimetrias de informação nos mercados financeiros, que “*dizem respeito ao fato que certos agentes possuem informações que não estão disponíveis para o conjunto dos participantes dos mercados financeiros*” (Ferreira & Freitas, 1995:3). Essas assimetrias resultam em dois tipos de ineficiências, que impedem os mercados de capitais de desempenharem de forma eficiente a função de intermediação: a seleção adversa, associada às assimetrias de informação entre o credor (bancos) e o devedor (empresas) presentes antes da concessão dos financiamentos; e o risco moral, decorrente das assimetrias após essa concessão<sup>35</sup>. Como explicam Ferreira & Freitas (1995: 3-4) “*...há seleção adversa quando os melhores projetos são rejeitados pelo financiador, o qual em virtude da assimetria de informação não consegue distinguir um bom de um mau projeto*”. Já o risco moral refere-se “*às atitudes irresponsáveis e negligentes que os empresários podem assumir após a obtenção do financiamento para os seus projetos de investimento*”. Os bancos, ao minimizarem os problemas de seleção adversa e risco moral, viabilizam a transferência eficiente de recursos entre os agentes superavitários (poupadores) e deficitários (investidores)<sup>36</sup>.

<sup>34</sup> Esta teoria surge nos anos 50 com a contribuição pioneira de Gurley & Shaw (1955) que formularam uma teoria de intermediação financeira baseada na noção de imperfeições de mercado decorrente da existência de custos de transação. De acordo com esses autores, as instituições financeiras surgem para minimizar esses custos, ao mesmo tempo em que exploram as economias de escala em suas atividades de intermediação. Essa teoria pode ser considerada a primeira tentativa de introduzir no arcabouço teórico neoclássico as instituições financeiras. A partir dos anos 70, surgem as novas teorias de intermediação, desenvolvidas por autores neoclássicos – por exemplo, Leland & Peyle (1977) e Chan (1983) – e novo-keynesianos – como Stiglitz & Weiss (1981). Nessas teorias, a intermediação financeira também surge como resposta às falhas ou imperfeições de mercado, mas, ao contrário da teoria original de Gurley & Shaw, a origem dessas imperfeições estaria na assimetria de informações entre credores e devedores (e também entre acionistas e administradores de empresas) e/ou na inexistência de contratos completos. Os intermediários financeiros seriam os agentes econômicos que surgem como resposta endógena a essas imperfeições, como destacam Ferreira & Freitas (1995). Assim, a teoria da informação assimétrica pode ser considerada uma das vertentes das novas teorias da intermediação. Para um resumo dessa literatura, ver Ferreira & Freitas (1995).

<sup>35</sup> Como mencionado no Quadro 1.1, um terceiro tipo de ineficiência nos mercados financeiros, provocado pelas assimetrias de informação seria o *herding behavior* (comportamento de manada), enfatizada pela abordagem do *rational herding behavior*.

<sup>36</sup> Alguns trabalhos exploram a relação entre a seleção adversa e o surgimento dos intermediários financeiros (como Leland & Peyle, 1977 e Chan, 1983), enquanto outros enfatizam as assimetrias de informação após a concessão do financiamento, como Diamond (1994). Como ressaltam Ferreira & Freitas (1995:5), esse autor “*...foi um dos primeiros a analisar a intermediação financeira como uma resposta endógena aos problemas de informação e de incitamento que surgem após a obtenção do financiamento e que aumentam o risco de falência*”. A idéia central de Diamond é a de *delegated monitoring*: a existência de economia de escala na atividade de monitoramento dos projetos e da conduta dos empresários torna desejável a sua transferência para um agente especializado, um intermediário financeiro. Outra referência importante dessa literatura é o trabalho de Stiglitz & Weiss (1981). Esses autores mostram que a seleção adversa explicaria situações de equilíbrio com racionamento de crédito (Ferreira & Freitas, 1995).

Nos países em desenvolvimento, as fragilidades regulatórias e institucionais intensificariam os problemas de assimetria de informação, tornando o papel dos bancos enquanto intermediários financeiros ainda mais importante. Contudo, simultaneamente, essas mesmas fragilidades aumentariam o risco de crises bancárias associadas aos pânico dos depositantes nesses países. Isto porque, a inexistência de transparência de informações sobre a situação dessas instituições e os sistemas de supervisão e regulamentação bancárias ineficientes agravariam outro tipo de assimetria de informação presente nos mercados financeiros, as assimetrias entre os depositantes e esses intermediários financeiros, que podem levar a corridas bancárias<sup>37</sup>.

Além da importância de instituições e mecanismos que minimizem os problemas de falta de transparência e assimetria das informações, Mishkin também ressalta a necessidade de uma “rede de proteção” do sistema financeiro, com destaque para a função de emprestador em última instância do banco central, a qual impede que problemas localizados de liquidez se convertam em crise sistêmica (Cunha & Prates, 2000). Porém, esta função é contraditória, já que pode gerar um outro tipo de risco moral, que não decorre das assimetrias de informação, mas da existência de garantias governamentais, que distorcem o comportamento do credor, pois o absolve dos resultados da tomada excessiva de riscos. Dada a expectativa de resgate em caso de falência e/ou crise, este risco moral contamina tanto os depositantes (credores dos bancos), que não se preocupam em averiguar a solidez da instituição financeira na qual aplicam seus recursos, quanto os próprios bancos (credores das empresas), que concedem empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos. Esse tipo de comportamento, por sua vez, é especialmente pronunciado nos países em desenvolvimento devido à deficiência dos mecanismos de supervisão e de regulamentação<sup>38</sup>.

Além da teoria da assimetria de informações, a literatura empírica sobre crises bancárias nos países “emergentes” também se apoiou numa outra vertente da teoria convencional de intermediação financeira, segundo a qual os bancos seriam “transformadores de prazos” (por exemplo, Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998a e Caprio Jr. & Klingebiel, 1996). A principal referência desta vertente é

<sup>37</sup> Mishkin (1996 e 1998) destaca outra especificidade dos países em desenvolvimento, vis-à-vis os países desenvolvidos, que aumenta o risco de crises bancárias, o endividamento de curto prazo em moeda estrangeira. Nesses países, os bancos ficam duplamente expostos ao risco cambial: do lado passivo, pela ampliação de sua própria dívida; e do lado ativo, pela inadimplência de devedores fragilizados pelos choques cambiais (Cunha & Prates, 1999b e 2000).

<sup>38</sup> Esta dimensão do risco moral, do lado do credor, será enfatizada como um dos determinantes das crises nos países “emergentes” por alguns modelos de terceira geração (ver seção I.2.2).



o modelo de corrida bancária de Diamond & Dybvig (1983)<sup>39</sup>, no qual a função essencial desses intermediários financeiros seria a transformação de ativos ilíquidos (investimentos produtivos sem risco, mas cuja rentabilidade é proporcional ao prazo de imobilização e, assim, implicam custos elevados se liquidados no curto prazo) em passivos líquidos (depósitos bancários, que podem ser resgatados no curto prazo)<sup>40</sup>. Como explica Davis (1995: 118):

*(...) by pooling risk, banks are able to provide liquidity insurance to risk-averse consumers facing private liquidity risks (...) In other words, banks offer the possibility of early redemption of deposits at a fixed rate; they offer returns superior to hoarding cash, as funds are on-loaned for fixed investments projects, but returns are below those on illiquid direct investment, reflecting the "insurance" provided.*

Os bancos permitem aos agentes privados a obtenção de uma alocação ótima entre consumo e investimento na medida em que possibilitam a pulverização do risco entre os indivíduos que precisam consumir em diferentes períodos aleatórios. Os bancos oferecem um retorno positivo aos depósitos, aplicações com rentabilidade menor do que a do investimento de longo prazo – dado o serviço de “transformação de prazos” fornecido –, mas, em compensação, mais líquidas e que permitem saques no curto prazo. Uma parcela dos depósitos é mantida como reserva e outra parcela aplicada no investimento de longo prazo. Pela lei dos grandes números, esses saques serão, em geral, equivalentes às retiradas esperadas dos agentes que precisam consumir antecipadamente e, assim, podem ser cobertas pelas reservas líquidas.

No entanto, ao cumprirem a função de “transformadores de prazos” e na ausência de esquemas de seguro de depósito, os bancos tornam-se vulneráveis à corrida dos depositantes para retirada dos recursos. Os depositantes podem passar a acreditar que o banco não é seguro e que os demais depositantes resgatarão seus recursos. Assim, se todos adotarem o mesmo comportamento, o banco será forçado a liquidar seu investimento de longo prazo. Mas como o valor liquidado é menor que o volume de saques, ele entra em falência. A fuga dos depositantes ocorre pois os bancos estão sujeitos a uma “*sequential service constraint*”, isto é, atendem à demanda dos depositantes numa base “*first come-first served*” (“primeiro a chegar, primeiro a ser servido”). Como aqueles que esperam podem acabar sem nenhum recurso, os depositantes competem entre si para serem os primeiros da fila.

<sup>39</sup> Esse modelo serviu de base para alguns modelos de terceira geração, como se verá na próxima seção.

<sup>40</sup> Nas palavras dos autores: “*This paper gives the first explicit analysis of the demand for liquidity and the 'transformation' service provided by banks*” (Diamond & Dybvig, 1983: 402).

Nesse modelo, a corrida bancária implica custos reais para a economia porque é o resultado da interrupção antecipada de investimentos produtivos (Marion, 1999).

Assim, esse modelo supõe dois equilíbrios: o "equilíbrio sem fuga" e o "equilíbrio com fuga". Contudo, o evento que provoca a mudança súbita nas expectativas, acionando a corrida bancária e movendo a economia para o "equilíbrio com fuga" não é especificado, como nos demais modelos de equilíbrio múltiplo. Exatamente em função dessa característica, a abordagem de corrida bancária de Diamond & Dybvig foi denominada de "*random withdrawal view of bank runs*", por Calomiris & Gorton (1991)<sup>41</sup>. Ou seja, esse modelo enfrenta uma limitação semelhante à dos modelos de crise cambial de segunda geração: não há uma explicação para a mudança do equilíbrio sem crise para o equilíbrio com crise. Ademais, nesses dois tipos de modelo, a crise é o resultado não antecipado de mudanças auto-realizáveis nas expectativas do mercado.

É interessante observar que também foram desenvolvidos modelos de crise bancária com uma abordagem semelhante à dos modelos de primeira geração, isto é, nos quais a crise bancária é o resultado antecipado de políticas inconsistentes. Um exemplo é o modelo de crise bancária de Flood & Garber (1981), no qual uma política deflacionária deteriora o valor dos ativos bancários. Nesse contexto, os bancos se deparam com um volume de ativos insuficiente para sustentar seu passivo nominal (os depósitos bancários, que devem ser convertidos ao par em papel moeda). Os depositantes, antecipando a possibilidade de perda de capital associada à política inconsistente, efetuam uma corrida contra o sistema bancário, esgotando suas reservas e provocando a crise (Marion, 1999).

Assim, como destaca Marion (1999), as duas literaturas, de crise cambial e bancária, adotam abordagens semelhantes na explicação dessas crises: nos dois casos, o ataque especulativo pode ser o resultado antecipado de políticas inconsistentes (como nos modelos de crise cambial de primeira geração e no modelo de crise bancária de Flood & Garber, 1981) ou resultado não antecipado de mudanças auto-realizáveis nas expectativas de mercado (como nos modelos de crise cambial de segunda geração e no modelo de corrida bancária de Diamond & Dybvig, 1983). Como se destacará na próxima seção, após a crise asiática observa-se uma aproximação e convergência entre essas duas literaturas.

### 1.3.3. A segunda “onda” de artigos

A crise do sudeste asiático abalou ainda mais a crença no poder explicativo dos modelos convencionais de crises cambiais e marcou o segundo momento de inflexão na literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”<sup>42</sup>. Esta crise eclodiu em países com sólidos fundamentos fiscais e monetários e, assim, não poderia ser explicada a partir dos modelos de primeira geração. Igualmente, as autoridades monetárias desta região não enfrentavam um dilema da política decorrente da incompatibilidade do regime de câmbio fixo com os fundamentos macroeconômicos “ampliados” dos modelos de segunda geração, desenvolvidos pós-crise do SME, como um alto nível de desemprego e um estoque elevado de dívida pública de curto prazo. Pelo contrário, os países do sudeste asiático eram aclamados pela sua extraordinária capacidade de combinar fundamentos macroeconômicos estáveis com um elevado crescimento, sustentado por mais de duas décadas<sup>43</sup>.

Esta crise foi uma crise financeira de caráter gêmeo, caracterizada pelo colapso simultâneo de regimes de câmbio administrados e dos sistemas bancários domésticos após a reversão súbita dos fluxos de capitais. Contudo, ela também não se enquadra nos modelos desenvolvidos após a crise mexicana. Apesar de não terem ignorado o sistema bancário – como os modelos de primeira geração (com exceção do modelo de Velasco) – e de terem enfatizado a relação entre o contexto de absorção de fluxos de capitais e liberalização financeira doméstica e a fragilidade desse sistema, bem como o

<sup>41</sup> Vale mencionar que Diamond (1997:1) aperfeiçoa o modelo original de 1983, “by adding a financial markets with limited participation and endogenizing the liquidity of assets”.

<sup>42</sup> Sobre a “reação teórica” após a crise asiática, ver também Cunha & Prates (1999a e 2001a e b) e Cunha (1999 e 2001).

<sup>43</sup> O extraordinário crescimento desses países desde os anos 60 tornou-se objeto de uma ampla literatura sobre as causas do “milagre asiático”. Tanto os economistas do *mainstream* quanto os organismos multilaterais passaram a aclamar as virtudes do modelo de crescimento da região, que deveria ser seguido pelos demais países em desenvolvimento. Um estudo que se tornou referência na literatura foi o relatório do Banco Mundial *East Asian Miracle*, de 1993, que além de enfatizar o papel desempenhado pelos sólidos fundamentos macroeconômicos desses países, destaca a importância das políticas públicas e dos mecanismos institucionais, que garantiam a coordenação entre os setores público e privado. Um estudo posterior elaborado por funcionários do Banco Interamericano de Desenvolvimento (Birdsall & Jaspersen, 1997), publicado meses antes da eclosão de crise, destaca as lições da experiência asiática para a América Latina. É interessante observar que muitas das especificidades do modelo de crescimento asiático, responsáveis pelo seu sucesso de acordo com a literatura convencional, passarão a ser apontadas como causas da crise, principalmente pelos primeiros modelos de terceira geração, como se verá a seguir. Como destacam Furman & Stiglitz (1998), ocorre uma mudança semântica: a “coordenação governo-setor privado” passa a ser denominada de “capitalismo de compadres” (*crony capitalism*). Para uma análise detalhada da literatura convencional e heterodoxa sobre o milagre asiático, ver Cunha (2001).

papel dessa fragilidade na eclosão da crise cambial, nesses modelos o sistema bancário foi inserido em "segundo plano". Na verdade, foi incorporado como um dos fundamentos "ampliados" que impõem um dilema às autoridades monetárias e condicionam a decisão do governo de abandonar ou não o regime de câmbio fixo. Ademais, os determinantes da fragilidade bancária dos países "emergentes" não são examinados, tarefa que é realizada pela literatura de crises bancárias, como se procurou mostrar na seção anterior.

Nos modelos de terceira geração, que procuram explicar o novo padrão de crise que eclodiu no sudeste asiático, observa-se uma aproximação e convergência entre as literaturas de crises cambiais e bancárias. Nesses modelos, a ênfase se desloca dos fundamentos macroeconômicos "estreitos" ou "ampliados", para as características dos sistemas financeiros dos países "emergentes". A fragilidade desses sistemas torna-se o elemento central na explicação das crises cambiais, pois estas estão intrinsecamente associadas a uma crise bancária que, por sua vez, pode se agravar em função da crise cambial. Ou seja, há uma interação entre as duas modalidades de crise<sup>44</sup>. Assim, esses modelos também poderiam ser denominados de "modelos de crises gêmeas". A literatura de crises bancárias "entra em cena" ao fornecer os elementos para a compreensão das causas desta fragilidade, que explicaria a maior vulnerabilidade dos países "emergentes", vis-à-vis às economias desenvolvidas, a essas crises.

É possível distinguir três grupos de modelos de terceira geração, que se diferenciam em relação tanto à explicação da origem da fragilidade dos sistemas financeiros "emergentes", quanto à abordagem analítica utilizada<sup>45</sup>.

No primeiro grupo (inclusive cronologicamente, tendo surgido logo após a crise asiática), estão os modelos que associam essas fragilidades ao risco moral criado pelas garantias governamentais, e

<sup>44</sup> Curado (2001) e Canuto & Curado (2002) também enfatizam essa característica da terceira geração de modelos, mas na tipologia adotada por esses autores esta geração também incluiria modelos nos quais a crise cambial está diretamente vinculada aos problemas de contágio entre os países. Um exemplo deste tipo de modelo é o modelo de Calvo & Mendonza (1997), sintetizado no Quadro 1.2.

<sup>45</sup> A literatura de terceira geração é bastante ampla e realizar uma resenha exaustiva desta literatura ultrapassa o objetivo desta tese. Foram selecionados alguns modelos desenvolvidos no período 1997-2000, que se tornaram referência nesta literatura. Alguns modelos igualmente relevantes, mas que não se enquadram na tipologia proposta, não foram considerados, como o modelo de Calvo (1998). Neste modelo, a existência de governos soberanos e regras de política não-explicitas constituem um determinante central das crises financeiras dos países "emergentes". Para um resumo desse modelo, ver: Cunha & Prates (2001a e b). Ademais, também não será considerado o modelo de quarta geração, sugerido por Krugman (2001).

seguem a tradição analítica dos modelos de primeira geração, qual seja, crise inevitável e existência de um único equilíbrio.

No segundo grupo, a ênfase desloca-se do risco moral para o pânico financeiro e as expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros, e a abordagem analítica é semelhante à dos modelos de segunda geração, isto é, crises não-antecipadas e equilíbrios múltiplos. Já o terceiro grupo de modelos procura integrar os argumentos do risco moral e do pânico financeiro e, de forma geral, segue esta última abordagem<sup>46</sup>.

---

<sup>46</sup> Eichengreen (1999) questiona a existência de uma terceira geração de modelos, sugerida inicialmente por Krugman. Segundo este autor, os novos modelos seriam casos particulares dessas abordagens teóricas, que foram adaptados para incorporar características específicas da crise asiática. Nas suas palavras "(...) *I do not really view the new models developed in response to the Asian crisis as analytically distinct from the first and second-generation models that preceded them, but rather as interesting special cases of those more general frameworks*" (Eichengreen, 1999:140). Contudo, apesar de os modelos de terceira geração adotarem abordagens analíticas semelhantes, seja à dos modelos de primeira geração, seja à dos modelos de segunda geração, ao nosso ver, os novos modelos não se enquadram nessas gerações precedentes, pois adotam um esquema explicativo distinto, o que justifica a sua classificação como modelos de terceira geração. Como ressaltado acima, esses modelos podem ser considerados modelos de crises gêmeas, que são provocadas, em última instância, por problemas nos sistemas financeiros "emergentes", enquanto os modelos de primeira e segunda geração são modelos de crises cambiais, associadas à inconsistência dos fundamentos macroeconômicos, "estreitos" ou "ampliados".



### **O primeiro grupo de modelos: o argumento do risco moral**

No primeiro grupo de modelos, a crise é o resultado inevitável de um ataque especulativo antecipado contra as reservas do banco central, como nos de primeira geração. Contudo, nesses modelos, a inconsistência de política subjacente ao ataque especulativo antecipado e à crise inevitável está associada à existência de garantias públicas ao passivo externo do setor privado (e não mais aos desequilíbrios nos fundamentos fiscais e monetários), que geram distorções nos sistemas financeiros domésticos e na alocação interna dos recursos, e estimulam a absorção excessiva e insustentável de fluxos de capitais pelos agentes domésticos (bancos, instituições financeiras não-bancárias e empresas).

Alguns autores (Krugman, 1998 e Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998a e b) aplicaram esta análise para o caso específico dos países asiáticos, atacando as idiossincrasias do padrão de intervenção estatal na região: em um contexto de "capitalismo de compadres", os agentes internos e externos tomavam suas decisões de investimento e endividamento, em função da crença de que a rentabilidade de seus investimentos e suas posições patrimoniais seriam sustentadas pelo Estado. Isto distorceria os sinais de mercado, o que teria implicado decisões equivocadas de alocação de recursos e uma situação de sobreinvestimento, sustentada pelo financiamento externo (Cunha & Prates, 1999b).

Corsetti, Pesenti & Roubini (1998a) desenvolvem e ampliam o modelo precursor de Krugman, o primeiro a racionalizar a crise a partir do argumento do *moral hazard*.<sup>47</sup> No modelo de terceira geração de Corsetti, Pesenti & Roubini (1998a), o risco moral – que seria a causa comum das crises gêmeas que eclodiram no sudeste asiático – possui três dimensões interrelacionadas. A primeira dimensão refere-se ao comportamento das empresas numa economia com longa tradição de garantia pública aos projetos privados, que as induziram a subestimar os riscos de seus projetos de investimento. A crença de que o retorno dos investimentos seria garantido pelo Estado resultaria num processo de sobreacumulação de capital (acima do nível ótimo e a taxas decrescentes de eficiência) que, por sua vez, se refletiria em elevados déficits em conta corrente.

A segunda dimensão diz respeito ao "lado financeiro" do risco moral: a expectativa de um *bail-out* pelo Estado estimularia o endividamento externo excessivo dos bancos e o repasse dos recursos

<sup>47</sup> Vale mencionar que Krugman (1999) faz uma auto-crítica de seu modelo de 1998 e desenvolve um novo modelo inspirado na crise asiática, que enfatiza "*the role of companies' balance sheets in determining their ability to invest, and that of capital flows in affecting the real exchange rate*" (Krugman, 1999: 3).

captados aos tomadores domésticos<sup>48</sup>. Os fluxos de capitais intermediados pelos sistemas bancários desregulados e mal supervisionados seriam a fonte de financiamento do excesso de investimento privado. Os autores também ressaltam que a liberalização da conta de capital teria agravado as distorções existentes nesses sistemas, ao ampliar a oferta de fundos externos.

Finalmente, haveria também uma dimensão internacional do risco moral: o comportamento negligente dos bancos internacionais, que não avaliaram de forma prudente os riscos envolvidos nos empréstimos aos países do sudeste asiático, devido à expectativa de socorro seja dos governos, seja dos organismos multilaterais e, assim, sancionaram a demanda de crédito dos intermediários financeiros asiáticos.

A fragilidade financeira provocada pela situação de sobreinvestimento e de endividamento externo excessivo, decorrente da interação das três dimensões do risco moral, teria se explicitado após a eclosão de vários choques exógenos consecutivos (estagnação japonesa, apreciação do dólar, deterioração dos termos de troca, etc.). Mas, qual seria o fator detonador da crise e o mecanismo de transmissão entre essa fragilidade e a crise cambial?

A hipótese fundamental do modelo é que o sistema de garantia implícito, subjacente ao risco moral, corresponderia a um passivo fiscal contingente. Ou seja, mesmo que não houvesse nenhum desequilíbrio corrente nas contas públicas, existiria uma espécie de "déficit fiscal escondido", antecipado pelos agentes racionais. Como a capacidade do governo de efetuar um ajuste fiscal no curto prazo é limitada, os agentes esperam que o déficit seja financiado mediante emissão monetária, o que gera expectativas de desvalorização, desencadeando o ataque especulativo contra as reservas cambiais. Ou seja, assim como nos modelos de primeira geração, a crise teria uma origem fiscal. Porém, aqui pesariam mais os desajustes institucionais, derivados da ineficiência da regulação do sistema financeiro em conjunto com um padrão espúrio de relações entre Estado e Mercado (Cunha & Prates, 1999b). Nas palavras dos autores:

*While fiscal deficits before a crisis are low, the bail-outs represent a serious burden on the future fiscal balance (...) The "currency" side of a 'financial' crisis can therefore be understood as a consequence of the anticipated fiscal costs of financial restructuring,*

<sup>48</sup> Krugman (1998) resalta somente esta dimensão do risco moral.

*that generate expectations of a partial monetization of future fiscal deficits and a fall in economic activity induced by the required structural adjustment (Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998a: 8).*

Do lado externo, em princípio, dada a expectativa dos agentes de que a dívida privada será garantida pelo governo, os credores externos sustentariam o financiamento do déficit em conta corrente enquanto a sua dimensão fosse consistente com a restrição orçamentária intertemporal do governo. Contudo, uma hipótese mais realista é de que os credores interrompam o financiamento antes que o governo torne-se tecnicamente insolvente, o que refletiria um elemento de confiança subjacente ao comportamento do mercado financeiro internacional (questão somente anunciada, mas não desenvolvida pelos autores). Esse elemento é introduzido no modelo a partir da seguinte hipótese: os credores externos mantêm o financiamento aos agentes domésticos enquanto as reservas cambiais são superiores a um determinado patamar, correspondente a uma fração da dívida externa. Assim, o ataque especulativo tem duas dimensões: por um lado, o ataque especulativo convencional, dos agentes domésticos contra as reservas do governo; por outro lado, um ataque contra o passivo financeiro das empresas e dos bancos domésticos, promovido pelos credores internacionais.

Ao contrário do modelo de Corsetti, Pesenti & Roubini (1998a), que se refere especificamente à crise do sudeste asiático, Dooley (1997) desenvolveu um modelo de crise financeira nos "mercados emergentes" em geral, baseado igualmente na abordagem analítica dos modelos de primeira geração e no argumento do *moral hazard*. Nesse modelo, denominado pelo autor de *insurance model*, o ingresso de capitais e o *boom* na intermediação financeira doméstica são partes integrais de um ataque especulativo totalmente antecipado contra as reservas do governo. Como sintetiza o autor:

*My objective is to set out a first generation model based on an alternative set of fundamentals (...) An appealing feature of the model is that an anticipated crisis need not be preceded by the exchange rate-policy conflict or by expectations that such conflict will occur. Moreover, in contrast to existing first generation models (...) a capital inflow and a boom in domestic financial intermediation are an integral part of a fully anticipated attack on the government's reserves. In a nutshell the idea is that government insurance of private financial liabilities generates changes in the stock of government contingent liabilities and insured private assets that if not regulated, will eventually exhaust the resources of the insurer (Dooley: 1997:3 e 9).*

Ou seja, no modelo de Dooley, o conflito de política surgiria em função do desejo de um governo sujeito a uma restrição de crédito (*credit constrained*) de manter reservas como uma forma de auto-

seguro e, simultaneamente, de garantir os passivos financeiros dos residentes. A disponibilidade deste seguro criaria um diferencial de rendimento favorável às obrigações emitidas pelos residentes dos países “emergentes” (bancos e empresas não-financeiras) estimulando um ingresso bruto de capitais privados. Dois fatores teriam reduzido a restrição de crédito dos governos desses países nos anos 90: em primeiro lugar, a queda das taxas de juros internacionais em 1989 teria gerado um *insurance fund* para os “mercados emergentes” devido aos seus efeitos positivos sobre o estoque de dívida externa (obrigações não-contingentes) e, assim, sobre as reservas cambiais líquidas; em segundo lugar, os pacotes de salvamento ao México, Argentina e Tailândia teriam sinalizado aos investidores que esses países poderiam acessar linhas de créditos oficiais (governos do G-7 e organismos multilaterais), que passariam assim a integrar o *insurance fund*.

O ingresso de capitais seria estimulado pelo diferencial de rentabilidade criado pelo *insurance fund*, mas sua dimensão dependeria do volume de passivos emitidos pelos residentes. Quanto mais deficiente o sistema de supervisão e regulamentação do país (o que seria a regra nos “mercados emergentes”), maior a velocidade de crescimento desses passivos garantidos pelo governo (que constituem os ativos dos investidores externos), os quais correspondem a suas obrigações contingentes. Estes fluxos se manteriam até o momento em que o estoque de reservas internacionais se igualasse a essas obrigações contingentes. Neste momento, aquele diferencial seria eliminado e ocorreria o ataque especulativo antecipado: os investidores venderiam os ativos garantidos ao governo, esgotando as reservas. O regime cambial pode se alterar após o ataque, mas as expectativas quanto à mudança neste regime não são características necessárias da sequência descrita acima (como nos modelos de primeira e segunda geração). Isto porque, o ataque especulativo é sempre um ataque contra as reservas internacionais, que constituem o passivo contingente do governo, independentemente do tipo de regime cambial. Se o país adota um regime de câmbio fixo, este entrará em colapso simultaneamente à reversão dos fluxos de capitais.

De acordo com Dooley, seu modelo fornece uma explicação para uma regularidade empírica das crises dos “mercados emergentes” nos anos 90: os ingressos de fluxos brutos de capitais privados, atraídos pelos diferenciais de rentabilidade, que precederam os ataques especulativos e, assim, essas

crises<sup>49</sup>. Contudo, no seu modelo, o "culpado" em última instância da crise seria o governo, pois, além das distorções geradas pelas garantias aos passivos dos residentes, a adoção de um sistema de regulamentação prudencial eficiente impediria o crescimento dos passivos financeiros dos residentes:

*Although a capital inflow crisis sequence is likely to begin at about the same time for many indebted developing countries following a decline in international interest rates, the duration of the inflow and the timing of the expected crisis can vary widely. In fact, a crisis might never occur if the government reacts properly. The duration of the capital inflow will depend on the rate at which banks, households and firms can sell insured liabilities. In part this will depend on their ability to do so without attracting the attention of the authorities. It is possible that a regulatory response could stop the process before a crisis occur (Dooley, 1997:21).*

Assim, nesse primeiro grupo de modelos de terceira geração, as crises continuam sendo o resultado inevitável de um ataque especulativo antecipado contra as reservas do governo, decorrente de uma inconsistência de política interna, como nos modelos de primeira geração. A única e principal diferença é a origem desta inconsistência: nos modelos de primeira geração, as políticas fiscal e monetária expansionistas; nos modelos de terceira geração, a existência de garantias governamentais aos passivos dos residentes, a qual introduziria uma distorção no funcionamento dos mercados e, assim, estimularia o ingresso de capitais insustentável, num contexto de regulamentação e supervisão bancárias ineficientes<sup>50</sup>.

<sup>49</sup> Vale mencionar que o *insurance model* oferece, igualmente, uma explicação para o efeito-contágio, outra característica das crises recentes que tem sido objeto de diversos modelos desenvolvidos após a crise asiática, como se destacou no Quadro 1.2. No modelo de Dooley, uma operação de resgate reduziria os recursos oficiais disponíveis e, assim, o *insurance fund* necessário para financiar outras operações semelhantes, reduzindo a rentabilidade esperada dos investimentos nos "mercados emergentes" e, com isso, resultando num resgate de recursos destes mercados de forma geral.

<sup>50</sup> Outro modelo que se enquadraria nesse primeiro grupo, é o modelo de *overborrowing syndrome* de McKinnon & Pill (1998:352), no qual "(...) *the problem of overborrowing is rooted in an institutional failure to manage the moral hazard problem introduced into the financial system by deposit insurance* (...). Vale ressaltar que esses autores reconhecem explicitamente que uma das suas principais "fontes de inspiração" é o estudo histórico de Kindleberger (1978), o qual se baseia nos trabalhos de Minsky. O modelo procura exatamente formalizar a cronologia do ciclo de sobreendividamento apresentada por Kindleberger (1978). Assim, esses autores, como Calvo & Mendonza (1997), explicitam a herança intelectual da sua formulação, ao contrário da maioria dos modelos que integram a "cheia do mainstream".



## ***O segundo grupo de modelos: o pânico financeiro dos investidores***

No segundo grupo de modelos, a ênfase desloca-se do risco moral para o pânico financeiro dos investidores estrangeiros (sobretudo os bancos internacionais, no caso da Ásia), que se torna um dos determinantes da fragilidade dos sistemas financeiros domésticos. Esses modelos seguem uma abordagem mais próxima dos modelos de segunda geração, na medida que um dos seus elementos centrais é a existência de profecias auto-realizáveis e a possibilidade de equilíbrios múltiplos.

Radelet et Sachs (1998) foram os precursores desta abordagem. Segundo esses autores, os países asiáticos teriam problemas correntes de liquidez externa (cujo indicador seria a razão entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais), mas seriam solventes no longo prazo. A situação de iliquidez teria tornado esses países vulneráveis ao pânico dos investidores externos e à reversão súbita dos fluxos de capitais. Essa reversão, dada sua magnitude, não teria sido determinada pela piora dos fundamentos. Apesar da existência de desequilíbrios macro (sobrevalorização cambial, déficits em conta corrente crescentes, etc.) e microeconômicos (sobretudo, nos sistemas financeiros), estes não eram suficientes para provocar uma crise daquela magnitude.

Ademais, os autores rejeitam a hipótese do risco moral defendida pelo primeiro grupo de modelos de terceira geração, ou seja, de que o *boom* de recursos externos estaria associado exclusivamente à suposição pelos credores que seus ativos seriam garantidos pelos governos (ou pelos organismos multilaterais). Grande parte dos fluxos teria se direcionado para empresas não-financeiras e não haveria por que supor que os passivos dessas empresas também seriam garantidos pelo Estado. Na realidade, esse *boom* estaria ligado a fatores tanto externos (como as baixas taxas de juros internacionais) quanto internos (altas taxas de crescimento; desregulamentação financeira, não acompanhada por uma supervisão adequada; taxas de câmbio fixas ou quase-fixas, que teriam estimulado o endividamento externo; e medidas de incentivo a esse endividamento).

O elemento central para a compreensão da crise asiática seria a reversão súbita e maciça dos fluxos de capitais, que teria provocado a crise cambial e a alta dos juros domésticos, as quais conjuntamente teriam resultado na elevação brutal dos empréstimos em atraso e liquidação e na perda de capital pelos bancos (em função das posições abertas e não-protegidas em moeda estrangeira), que teriam levado a uma crise bancária. Nesse contexto, os programas impostos pelo FMI, ancorados em políticas monetárias restritivas, teriam contribuído para agravar a crise gêmea, ao comprometer ainda mais as estruturas patrimoniais de bancos e das empresas, intensificar os efeitos recessivos da

contração dos empréstimos bancários e, conseqüentemente, acentuar o pânico dos investidores.

Os autores ressaltam que o ciclo de absorção de recursos externos que precedeu a crise teria gerado pressões sobre a gestão macroeconômica – sobrevalorização cambial, que estimulou investimentos nos setores não-comercializáveis – e sobre o sistema financeiro recentemente liberalizado – excesso de fundos, canalizados para investimentos especulativos – e, assim, contribuído para o aumento do risco financeiro. Contudo, esse ciclo seria somente uma pré-condição para a crise mas, por si só, não a explicaria. Da mesma forma, as fragilidades macroeconômicas e financeiras, mencionadas acima, as quais teriam sido em geral ignoradas pelos investidores externos, seriam condições necessárias, mas não suficientes para a crise. Essas fragilidades teriam tornado a economia vulnerável a um ataque especulativo (ou seja, a colocaram numa região de equilíbrio múltiplo), mas sua eclosão dependeria de um evento que detonasse o pânico, ou seja, levasse os credores a esperar a fuga dos demais credores. Como ressaltam os autores:

*In our interpretation, the East Asian crisis resulted from vulnerability to financial panic that arose from certain emerging weaknesses in these economies (especially growing short-term debt) combined with a series of policy mis-steps and accidents that triggered the panic (...) the worst of the crisis could have been largely avoided with relatively moderate adjustments and appropriate policy changes (Radelet et Sachs, 1998: 30).*

Assim, o pânico dos investidores, provocado por diversos fatores “acidentais”, que variaram de país a país (falência de bancos e/ou corporações, “incerteza” política, contágio, etc), teria detonado a crise e conduzido a economia para o “equilíbrio com ataque”. Políticas internas apropriadas poderiam ter evitado a sua eclosão<sup>51</sup>.

Chang & Velasco (1998a) modelizaram os argumentos de Radelet et Sachs (1998). Estes autores desenvolvem um modelo, que se propõe a ser um *canonical model* das crises financeiras nos “mercados emergentes”, a partir da adaptação do modelo de corrida bancária de Diamond & Dybvig

<sup>51</sup> Vale ressaltar a semelhança entre esse modelo e o modelo desenvolvido por Sachs, em co-autoria com Tornel e Velasco, para explicar a crise mexicana (Sachs, Tornel & Velasco, 1996b). Enquanto nesse modelo, a iliquidez do governo mexicano, em função do elevado estoque de títulos públicos vis-à-vis as reservas internacionais, teria tornado o país vulnerável ao pânico financeiro, no modelo de Sachs & Radelet, o fator de vulnerabilidade seria a iliquidez externa do sistema bancário. Em ambos os casos, o problema não seria de solvência (do governo ou dos bancos) e políticas domésticas apropriadas teriam sido suficientes para eliminar os desequilíbrios macroeconômicos e financeiros subjacentes à vulnerabilidade ao pânico financeiro dos investidores externos.

(1983) para economias abertas com livre mobilidade de capitais<sup>52</sup>. Esse modelo também supõe agentes racionais e informados, mas ao contrário dos modelos do primeiro grupo, há possibilidade de equilíbrios múltiplos – mais especificamente dois equilíbrios (crise e não-crise), como nos modelos de segunda geração. A lógica subjacente é a mesma: a multiplicidade de equilíbrios está associada à possibilidade de ataques especulativos auto-realizáveis, seja contra as reservas do sistema bancário, seja contra as reservas cambiais do Banco Central (Marion, 1999).

Assim como no modelo original de Diamond & Dybvig (1983), os bancos cumprem o papel de transformar ativos ilíquidos em passivos líquidos. No entanto, ao contrário do modelo original, no modelo de Chang & Velasco (1998) o bem de consumo está disponível no mercado internacional (assim, os consumidores precisam de dólares para adquiri-lo) e os bancos podem se endividar externamente, até um limite determinado de forma exógena (*credit ceiling*)<sup>53</sup>. Assim, ao lado dos depósitos dos agentes domésticos, a segunda fonte de *funding* dos bancos é o endividamento externo, que amplia os recursos disponíveis para a aplicação na tecnologia de longo prazo. Igualmente, os bancos podem recorrer ao mercado financeiro internacional em caso de uma corrida bancária, o que evitaria a necessidade de liquidar antecipadamente o ativo ilíquido.

Enquanto no modelo de Diamond & Dybvig (1983) os bancos são vulneráveis somente aos resgates dos depósitos pelos residentes, no modelo de Chang & Velasco (1998) estes se tornam igualmente vulneráveis ao pânico dos credores externos, que pode resultar numa situação de iliquidez internacional do sistema bancário – definida como um excesso de obrigações reais e potenciais em divisas em relação aos recursos cambiais possíveis de se obter no curto prazo para honrar essas obrigações – e desencadear uma crise bancária e/ou cambial (dependendo do regime de câmbio vigente, como veremos a seguir)<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> Goldfajn & Valdés (1997) também desenvolvem um modelo a partir da adaptação do modelo de Diamond & Dybvig (1983) a economias abertas com mobilidade de capitais, com características semelhantes ao modelo de Chang & Velasco. Contudo, ao contrário desses autores, não restringem sua análise aos países “emergentes”. No modelo de Goldfajn & Valdés (1997), países desenvolvidos e “emergentes” estariam sujeitos, da mesma forma, à possibilidade de eclosão de crises gêmeas, associada ao ingresso de capitais e à situação de iliquidez internacional do setor bancário.

<sup>53</sup> Como explicam os autores: “While we will treat the credit ceiling as exogenous, it could be justified by recourse to the many theories of international borrowing under sovereign risk. It can also be thought of as the result of domestic restrictions (a regulated capital account)...” (Chang & Velasco, 1998: 7).

<sup>54</sup> Vale mencionar que Furman & Stiglitz (1998) desenvolvem um modelo que também destaca o pânico dos credores externos como o fator subjacente à crise asiática, mas se baseiam em outra vertente da teoria convencional de intermediação financeira, na teoria da assimetria de informação, especificamente, no modelo de racionamento de crédito de Stiglitz & Weiss (1981). Para um resumo do modelo de Furman & Stiglitz (1998), ver Artus (2000).

Assim, a iliquidez internacional do sistema bancário pode desempenhar um papel central na eclosão da crise financeira. A fuga dos credores internacionais – seja mediante o resgate de recursos, seja via interrupção da rolagem das dívidas – transforma-se numa profecia auto-realizável devido a falhas de coordenação e não a fatores acidentais como em Radelet & Sachs:

*(...)when domestic financial entities contract short term debt abroad to finance less liquid investments, a coordination failure becomes possible. No individual creditor will find it profitable to roll over its loan if he believes that the others will not either and that, as a consequence, domestic borrowers will be forced into bankruptcy. In turn, the sudden increase in the need for liquidity may in fact crunch the financial system, confirming creditors expectations (Chang & Velasco, 1998a:37).*

Contudo, como nos modelos de segunda geração, o equilíbrio que prevalecerá é indeterminado e sua multiplicidade somente é possível em razão da fragilidade dos fundamentos. Mas, nesse caso, a fragilidade não está associada às elevadas taxas de desemprego e/ou ao estoque elevado de dívida pública, mas decorre da situação de iliquidez do sistema bancário, que o torna vulnerável ao pânico. Como afirmam os autores:

*Yet runs may occur only if the financial system is iliquid. This means, in particular, that adverse expectations are not, by themselves, sufficient for a run to occur: the fundamentals of the economy must also be "fragile" (Chang & Velasco, 1998b: 14-15).*

Chang & Velasco enumeram um conjunto de fatores que teriam contribuído para agravar a vulnerabilidade dos sistemas bancários dos países "emergentes" nos anos 90. Em primeiro lugar, os fluxos de capitais (que se restringem, nesse modelo, ao endividamento externo), associados à abertura financeira e, em segundo lugar, a tendência de encurtamento dos prazos no mercado financeiro internacional. Esses dois fatores podem magnificar o problema de iliquidez do sistema bancário. Com efeito, o volume desse endividamento e sua maturidade afetam a vulnerabilidade deste sistema ao pânico dos credores externos. Se esses credores interrompem os empréstimos ou não renovam as linhas de curto prazo, a crise torna-se uma profecia auto-realizável, como mencionado acima. Assim, quanto maior o endividamento externo do sistema bancário e menores os prazos da dívida, maior a sua vulnerabilidade à crise. Ademais, a intermediação dos fluxos de capitais pelos bancos resulta inevitavelmente num *boom* nos preços dos ativos de oferta inelástica, o qual seria seguido por um *crash* na ocorrência de um pânico financeiro (na medida em que os bancos teriam que liquidar esses ativos para fazer frente aos resgates dos depositantes ou à fuga dos credores externos), agravando os efeitos deletérios da crise bancária.



Outro fator que teria contribuído para a fragilidade dos sistemas bancários domésticos seria a liberalização financeira doméstica, sobretudo a redução dos encaixes compulsórios, que teria aberto espaço para um maior descasamento dos prazos e para o aumento da competição, que eliminaria os lucros de monopólio do setor. Ou seja, apesar dos efeitos positivos em termos de bem-estar, a liberalização também aumentaria o problema de iliquidez potencial dos bancos<sup>55</sup>.

Os autores também ressaltam o papel dos choques externos e das *crazy policies* (garantias públicas e subsídios, ressaltados por Krugman e Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998a) nas crises. No entanto, ambos teriam um papel secundário. Esses choques – como uma elevação da taxa de juros externa e, assim, dos encargos da dívida – poderiam tornar os depositantes domésticos e os credores externos mais pessimistas e, assim, contribuir para o pânico. Nesse caso, os efeitos do choque inicial seriam ampliados pela existência do sistema bancário. Em relação às distorções introduzidas pelas políticas governamentais, os autores ressaltam que estas podem tornar uma corrida bancária possível na medida em que os subsídios estimulam o investimento no ativo de longo prazo e, assim, o endividamento externo. Contudo, essas políticas são deletérias mais por tornarem os bancos menos líquidos do que por criarem sobreinvestimentos ineficientes (como em Krugman e Corsetti, Pesenti & Roubini, 1998a)<sup>56</sup> e seu papel teria sido superestimado nas crises recentes.

Finalmente, para explicar a relação entre crises bancárias e cambiais, apontada por vários estudos empíricos, os autores fazem uma modificação adicional no modelo de Diamond & Dybvig (1983): abandonam o modelo não-monetário e introduzem uma moeda (pesos) emitida pelo banco central do país, na qual são liquidadas as transações e denominados os depósitos bancários no espaço doméstico. Assim, para adquirir um bem de consumo disponível no mercado internacional, os agentes precisam converter seus pesos em dólares junto ao banco central.

Segundo este modelo, a forma de manifestação da crise dependerá do regime cambial vigente. Os autores exploram dois casos: um regime de *currency board* e um regime de câmbio fixo com prestador em última instância. No primeiro regime, a situação é semelhante à de uma economia fechada. A existência de um banco central e de depósitos denominados em moeda doméstica não

<sup>55</sup> O raciocínio é semelhante ao da Teoria da Repressão Financeira, qual seja, que a liberalização financeira permitiria uma melhor alocação da poupança e dos investimentos, resultando, assim, num aumento do bem-estar social.

<sup>56</sup> Chang & Velasco (1998) também ressaltam que, como os bancos desempenham uma função útil, a crise não é benéfica (como defendido por Krugman e Corsetti Pesenti & Roubini, 1998a); pelo contrário, provoca liquidação ineficiente de investimentos e quedas excessivas nos preços dos ativos.



afeta a vulnerabilidade potencial dos bancos ao pânico, pois a regra de política monetária impede a autoridade monetária de atuar como prestador em última instância. Dado o compromisso com a paridade cambial, o regime cambial não entra em colapso, e a fuga dos depositantes resulta numa crise bancária.

Já no caso de um regime de câmbio fixo com prestador em última instância, se há fuga, o banco central oferece uma quantidade ilimitada de moeda doméstica para o sistema bancário e, assim, evita a crise bancária. Mas, em contrapartida, os depositantes utilizarão seus fundos adicionais em moeda doméstica para comprar reservas. Após esgotar suas reservas cambiais, o banco central, que está comprometido com a venda de dólares à taxa de câmbio unitária, interrompe as vendas, provocando uma crise cambial. Ou seja, a crise bancária pode ser evitada às custas de uma crise cambial<sup>57</sup>.

Assim, num contexto de taxa de câmbio fixa e reservas insuficientes, a crise é inevitável: a única escolha das autoridades refere-se à modalidade da crise (crise bancária, no caso do *currency board*; crise cambial no regime de câmbio fixo com prestador em última instância)<sup>58</sup>. A causa comum da crise é a situação de iliquidez internacional do sistema bancário como um todo, incluindo o banco central: dado o compromisso com a paridade unitária, o volume de depósitos que podem ser resgatados constitui obrigações de curto prazo em moeda estrangeira, que excedem a quantidade de dólares que pode ser obtida no período corrente.

Vale ressaltar que nos dois casos, a crise bancária ou cambial é provocada pelo pânico dos depositantes domésticos. Assim, ao mesmo tempo em que ressaltam o papel do pânico dos credores externos nas crises financeiras recentes, os autores não desenvolvem as relações entre esse pânico e as crises. Contudo, é possível deduzir, pelos argumentos expostos ao longo do artigo, que esse pânico pode, por si só, provocar uma crise bancária, seguida ou não de uma crise cambial, dependendo do regime cambial vigente. Se os credores não renovam os empréstimos externos, em

<sup>57</sup> Em nota de rodapé, os autores afirmam que a situação de iliquidez internacional poderia ser evitada se o banco central obtivesse reservas adicionais, mas não desenvolvem esse argumento.

<sup>58</sup> Os autores também mencionam um terceiro regime alternativo, a adoção de um regime de câmbio flexível antes do esgotamento das reservas, que reduziria a fragilidade financeira, mas não desenvolvem o argumento, remetendo a discussão para um outro artigo; ver Chang & Velasco (1998b).

função do temor de que haverá uma crise bancária interna, os bancos passam a enfrentar uma situação de iliquidez e a crise eclode<sup>59</sup>.

Mas, por que esse tipo de crise atingiria somente os países “emergentes”? De acordo com Chang & Velasco (1998), a especificidade desses países seria a predominância dos bancos, decorrente da iliquidez e da *shallowness* dos mercados de capitais, ou seja, do “subdesenvolvimento” deste mercado, associado aos problemas de assimetria de informação especialmente pronunciados nesses países devido às fragilidades regulatórias e institucionais. Ou seja, enquanto a abordagem analítica do modelo se baseia no modelo de corrida bancária de Diamond & Dybvig, a explicação da especificidade dos sistemas financeiros dos países “emergentes” se apóia na outra vertente da teoria convencional de intermediação financeira, a teoria da assimetria de informações. Esta predominância justificaria uma característica central do modelo: a ênfase nos fluxos de capitais intermediados pelo sistema bancário, que tornam possível o surgimento da situação de iliquidez internacional deste sistema – condição necessária para a eclosão da crise. Vale lembrar que as distorções associadas às garantias governamentais não são ignoradas, mas têm um papel secundário, ao contrário do que se observa no primeiro grupo de modelos.

---

<sup>59</sup> Neste caso, a crise poderia ter um caráter gêmeo, enquanto que nos dois casos desenvolvidos pelos autores não há uma simultaneidade entre as duas crises, pois dependendo do regime cambial vigente a crise financeira manifesta-se na forma seja de crise bancária seja de crise cambial.

### **O terceiro grupo de modelos: distorções governamentais e falhas de mercado**

O terceiro (e mais recente) grupo de modelos procura integrar num mesmo esquema analítico os dois argumentos mencionados acima, ou seja, o risco moral e as expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros.

Burnside et al. (2000) desenvolvem um modelo de crises dos "mercados emergentes" a partir dos argumentos de Krugman (1998) e Corsetti, Pesenti & Roubini, (1998a), enfatizando o lado financeiro do risco moral, mas também incorporam o papel das expectativas auto-realizáveis, que determinam o momento da eclosão da crise. As garantias públicas implícitas à dívida externa dos bancos em caso de desvalorização estimulariam o endividamento externo para além dos níveis que ocorreriam em sua ausência e, simultaneamente, desencorajariam a adoção de *hedge* cambial. Os recursos captados no exterior, única fonte de *funding* dos bancos nesse modelo, são repassados aos tomadores domésticos na forma de créditos em moeda nacional. A crise deriva da percepção, por parte dos agentes relevantes, de que com a ocorrência de uma desvalorização o passivo contingencial do governo – associado às garantias – transformar-se-ia em déficits fiscais financiados por emissão monetária.

Assim, os problemas nos fundamentos criariam as condições para a eclosão das crises, mas ao contrário do que se verifica no modelo de Corsetti Pesenti & Roubini (1998a), o momento dessa eclosão seria indeterminado, pois dependeria das profecias auto-realizáveis. Uma hipótese adicional do modelo é que existe um limite para a quantidade de reservas que o governo estaria disposto a utilizar para defender a paridade fixa. Como esclarecem os autores:

*(...) as long as there are government guarantees and it is feasible to finance the obligations associated with the devaluation via seignorage, a self-fulfilling speculative attack will almost surely occur. The basic intuition is that with government guarantees devaluation transforms potential liabilities into actual liabilities. If forward looking agents believes that these liabilities are financed via seignorage, they will reduce their domestic money holdings, exchanging them for foreign reserves. Given our assumptions this triggers the government threshold rule for abandoning the fixed exchange rate regime. At this point, the banks declare bankruptcy, which forces the government to payoff foreign creditors. This, in turn, rationalizes the private agents' beliefs about monetary policy and inflation that generated the crisis to begin with (Burnside et al., 2000:22).*

Já Schneider & Tornell (2000) desenvolveram um modelo de crises gêmeas que incorpora, além do risco moral e das expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros, um terceiro elemento, a

existência de imperfeições no cumprimento dos contratos (*imperfect enforceability of contracts*)<sup>60</sup>. Os bancos, principal elo de ligação entre o *funding* externo e o setor produtivo doméstico, estariam expostos a dois tipos de distorções do mercado de crédito internacional, cuja interação determinaria, em última instância, o crescimento excessivo do crédito, a apreciação cambial e a auto-realização das crises gêmeas: a existência de mecanismos (explícitos ou não) de proteção aos investidores em caso de crise sistêmica – uma falha governamental – e a já mencionada imperfeição dos contratos (*enforceability*) – uma falha de mercado<sup>61</sup>. Como ressaltam Cunha & Prates (2001a), o esforço desses autores é integrar, em um único arcabouço, a percepção de que distorções das políticas governamentais (garantias) e dos mercados (expectativas auto-realizáveis e imperfeição dos contratos) podem determinar as crises.

Em princípio, as duas distorções teriam efeitos opostos sobre a oferta de crédito: enquanto as garantias públicas, fornecidas por uma organização internacional, estimulam o sobreendividamento, problemas no cumprimento dos contratos levam os bancos a racionarem o crédito e, assim, impõem limites ao endividamento. No modelo, como as garantias são acionadas somente em caso de crise sistêmica, sua existência apenas relaxa o racionamento de crédito, mas não o elimina, pois os bancos continuam a se resguardar de riscos não-sistêmicos (“idiossincráticos”, nos termos dos autores) mediante o controle de oferta de crédito.

Adicionalmente, o modelo incorpora dois fatos estilizados, que também estariam presentes nas crises dos anos 90<sup>62</sup>. Por um lado, o comportamento assimétrico dos setores de bens comercializáveis e não-comercializáveis: este tenderia a apresentar maiores taxas de crescimento antes da crise mas, em contrapartida, seria atingido de forma mais expressiva pela reversão cíclica e teria uma recuperação mais lenta. Por outro lado, os bancos seriam altamente expostos ao setor de não-comercializáveis, sendo grande parte dos problemas em seus balanços originados dos empréstimos a esse setor.

<sup>60</sup> Além dos dois modelos citados, vale mencionar o modelo de equilíbrios múltiplos de Irwin & Vines (1999), que integra as visões de Krugman (as garantias do governo são a causa do sobreinvestimento ineficiente) e de Dooley (problema da capacidade e credibilidade do governo para assumir as garantias) sobre o risco moral, assim como a de Radelet & Sachs sobre o pânico financeiro. Já Lahet (2000) desenvolve um modelo, baseado em Irwin & Vines, para explicar a crise asiática, mas a partir de um *approach* “inter-geração”.

<sup>61</sup> Schneider & Tornell (1999) já haviam desenvolvido um modelo que incorporava, em um único arcabouço, os problemas das garantias implícitas e a imperfeição nos contratos, mas nesse modelo choques exógenos determinavam a crise, e se enfatizava o comportamento dos preços de ativos cuja oferta estivesse fixa (Cunha & Prates, 2001a).

<sup>62</sup> É interessante mencionar que os autores utilizam como exemplo a crise mexicana, ao contrário dos demais modelos de terceira geração, que se referem principalmente à crise asiática.

O modelo descreve a dinâmica de um ciclo de crédito financiado por recursos externos que alavanca o crescimento do setor de não-comercializáveis e culmina numa crise gêmea. O ponto de partida do *boom* é a antecipação, por esse setor, de um aumento da demanda pelos seus produtos (associada, por exemplo, aos efeitos das reformas estruturais, como a abertura comercial), que estimula a expansão da capacidade produtiva. Esse aumento é financiado mediante empréstimos dos bancos domésticos, a partir de recursos captados no mercado internacional. A presença de garantias relaxa os limites ao endividamento (associados à imperfeição dos contratos), neutraliza o risco cambial e funciona como um substituto para os colaterais dos tomadores domésticos, incentivando a busca de mais *funding* externo, que alavanca os investimentos do setor de não-comercializáveis<sup>63</sup>. Em seguida, a taxa de câmbio começa a se apreciar – devido à alta dos preços dos bens não-comercializáveis, provocada pelo aumento dos investimentos – com impactos positivos sobre o balanço dos bancos, dada a denominação das dívidas em moeda estrangeira, os quais convertem seu maior fluxo de caixa em empréstimos para o setor não-comercializável, fomentando ainda mais o *boom*.

Contudo, em um determinado momento do ciclo, o estoque elevado de dívidas denominadas em moeda estrangeira cria uma situação de fragilidade financeira – cuja intensidade depende do nível de endividamento externo e da qualidade dos ativos dos bancos – tornando a economia vulnerável às crises derivadas de expectativas auto-realizáveis, que em geral têm um caráter gêmeo. Isto porque, como essas dívidas foram contraídas, principalmente, pelo setor de não-comercializáveis, que não tem receitas em moeda estrangeira, o risco cambial converte-se, potencialmente, em risco de crédito, no caso de uma desvalorização provocada pelo ataque especulativo auto-realizável.

Em suma, assim como nos modelos de segunda geração e de Chang & Velasco, a distorção nos “fundamentos” (nesse modelo, as garantias implícitas e a imperfeição no cumprimento dos contratos) conduzem a economia para a região “frágil”, nesse caso, para uma situação da fragilidade financeira, condição necessária, mas não suficiente, para a crise. A sua eclosão ou não é indeterminada e depende das expectativas dos agentes, que podem se coordenar no equilíbrio com ou sem ataque especulativo. Vale ressaltar que é necessária a coexistência das duas distorções para emergência desta situação. Como esclarecem os autores:

---

<sup>63</sup> Em condições normais, o ritmo de crescimento desses investimentos dependeria da capacidade de geração de renda dos investimentos passados e da antecipação da evolução futura da demanda de bens finais, e a oferta de crédito seria limitada pela existência de colaterais. Assim, a existência de garantias governamentais e a liberalização financeira aliviarão a restrição orçamentária “normal” do setor de não-comercializáveis (Cunha & Prates, 2001a).



*If there were only guarantees, self-fulfilling meltdowns could not occur because banks could easily borrow in a case of a real depreciation. Only if debt is denominated in tradable (because of guarantees) and if banks are credit constrained can a drop in price be self-fulfilling, as it bankrupts banks and leads to a collapse in demand (...) Conversely, if there were only enforceability problems, banks could not profit from risky debt denomination. Indeed, in the presence of bankruptcy costs, they would prefer to hedge real exchange rate risk by denominating their debt in nontradables (Schneider & Tornell, 1999:6).*

No modelo de Schneider & Tornell (1999), a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises “auto-realizáveis” também decorreria de uma característica institucional dos seus sistemas financeiros: a inexistência de uma regulação prudencial eficiente. Nos países desenvolvidos, onde também haveria garantias implícitas às instituições maiores (política *too-big-to-fail*), essa regulação inibiria as posturas especulativas dos bancos e, assim, impediria a emergência de situações de fragilidade financeira. Nos termos dos autores: “*the unchecked effects of guarantees is what makes emerging economies special*” (Schneider & Tornell, 1999:7).

Finalmente, vale mencionar que os autores destacam, em nota de rodapé, uma segunda especificidade dos países “emergentes” – a maior vulnerabilidade aos choques exógenos recorrentes e de grande escala – que seria a explicação da fonte de “incerteza”, subjacente à multiplicidade do equilíbrio. Contudo, essa hipótese, além de ser introduzida de forma totalmente *ad hoc*, tem um papel secundário no modelo, o que transparece no próprio fato de não ser mencionada no corpo do texto.

## 1.4. Conclusão

---

Nas seções precedentes, procurou-se mostrar que, após as crises mexicana e asiática ocorreu uma verdadeira "reação teórica" no âmbito do pensamento convencional sobre crises financeiras nos países "emergentes". O *mainstream* passou a reconhecer a importância de elementos até então enfatizados somente pela heterodoxia como condicionantes destas crises. As sucessivas gerações de modelos que emergiram na segunda metade dos anos 90 incorporaram no seu esquema analítico vários fatores externos aos países, que caracterizaram a dinâmica do sistema financeiro internacional nesse período, dentre os quais: os ataques especulativos auto-realizáveis dos investidores estrangeiros; a absorção e posterior reversão súbita dos fluxos de capitais, aparentemente desvinculada dos fundamentos; o comportamento de manada desses investidores; a tendência de encurtamento dos prazos; e o efeito-contágio.

Esta "reação teórica" representou um importante avanço da literatura convencional sobre crises financeiras, ao aproximar os seus modelos da realidade. A recorrência desses fenômenos nos anos 90, associada ao aprofundamento da instabilidade financeira internacional, e a sucessão de crises financeiras em países com sólidos fundamentos fiscais e monetários explicitaram a inadequação do modelo de primeira geração, hegemônico até então. Vale mencionar que essa tentativa de tornar seus modelos mais realistas também esteve presente na década de 80, quando a literatura de crise cambial procurou incorporar no modelo canônico características presentes nas crises cambiais dos países em desenvolvimento nesta década, como destacado na seção I.1. Nesse sentido, Eichengreen, Rose & Wyplosz (1995) ressaltam que: *"each wave of crises seems to elicit a new style of model, one that makes sense of the crisis after the fact"*.

Os novos modelos também avançaram no sentido de incorporar uma importante regularidade das crises financeiras dos países "emergentes" nos anos 90, que tem sido igualmente ressaltada pela literatura heterodoxa: o seu caráter gêmeo. Os modelos de segunda geração, pós-crise mexicana, deram o primeiro passo nessa direção, ao destacarem o vínculo entre, de um lado, o ingresso de capitais e a liberalização financeira doméstica e, de outro lado, a fragilidade bancária, bem como a relação entre esta fragilidade e a crise cambial. Mas, nesses modelos, essa relação é indireta, pois a vulnerabilidade dos balanços dos bancos constitui um dos fundamentos "ampliados", ao lado do elevado estoque de dívida pública de curto prazo, cuja deterioração reforça a tensão entre os múltiplos objetivos do governo, conduzindo o país para a região frágil, na qual os ataques

especulativos auto-realizáveis são possíveis.

Somente nos modelos de terceira geração, pós-crise asiática, a interação entre as crises cambiais e bancárias é explicitamente considerada. Além de examinarem de forma mais detalhada aquele vínculo – ou seja, os efeitos deletérios dos fluxos de capitais e da liberalização financeira sobre os sistemas bancários domésticos – nesses modelos a relação entre a crise cambial e fragilidade bancária torna-se direta e são exploradas as características específicas dos sistemas financeiros “emergentes” subjacentes a esta fragilidade.

Ao inserir essas características no seu esquema analítico, os modelos de terceira geração também preencheram uma importante lacuna da geração precedente, qual seja, explicar os determinantes da maior vulnerabilidade desses países às crises financeiras, especialmente, gêmeas, vis-à-vis os países desenvolvidos. Nos modelos de segunda geração, tanto países “emergentes” quanto países desenvolvidos seriam, da mesma forma, vulneráveis aos ataques especulativos auto-realizáveis. Uma análise superficial poderia dizer que a diferença estaria na origem do dilema da política: no caso dos países europeus, o desemprego, a baixa taxa de crescimento e as “incertezas” em relação ao tratado de Maastrich, e, no caso do México - e dos países “emergentes” em geral - o elevado estoque de dívida pública e a fragilidade do sistema bancário. Contudo, esta explicação não se sustenta. Como mencionado na seção I.2.1, os fundamentos “ampliados” dos modelos de segunda geração pós-crise do México já haviam sido considerados pelos modelos pós-crise do SME.

Nos três tipos de modelos de terceira geração, a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises gêmeas decorreria de fragilidades específicas dos seus sistemas financeiros. Enquanto no primeiro grupo, é enfatizado o papel do risco moral associado à existência de garantias governamentais aos passivos dos residentes, no segundo grupo, cuja principal referência é o modelo de Chang & Velasco (1998), destaca-se a predominância dos bancos nesses sistemas, decorrente do subdesenvolvimento dos mercados de capitais, relacionado, por sua vez, às fragilidades regulatórias e institucionais. Já no terceiro grupo, mais especificamente no modelo de Schneider & Tornell (2000), a origem da fragilidade seria a regulação prudencial deficiente, que permitiria a emergência de situações de fragilidade financeira num contexto de existência daquelas garantias. Esses dois últimos modelos chegam a mencionar fatores externos, que atingiriam particularmente os países “emergentes” – os *external credit ceilings* no modelo de Chang & Velasco e a maior vulnerabilidade desses países aos choques exógenos recorrentes e de grande escala, no modelo de Schneider e

Tornell – mas o seu papel é secundário, ou seja, não constituem os determinantes, em última instância, daquela vulnerabilidade.

Na realidade, a introdução de características específicas dos sistemas financeiros dos países "emergentes" nos modelos – que pode ser considerada uma outra dimensão da "reação teórica" – acaba deslocando o foco da análise, mais uma vez, para as fragilidades ou desequilíbrios internos aos países, agora associados não mais à inconsistência dos fundamentos "estreitos" ou "ampliados", mas às distorções geradas pelas garantias governamentais ou pelas deficiências regulatórias e/ou institucionais. Em outras palavras, nos modelos de terceira geração, a maior vulnerabilidade dos países "emergentes" às crises – associadas aos ataques especulativos auto-realizáveis, ao comportamento de manada dos investidores estrangeiros, à volatilidade dos fluxos de capital – continua sendo atribuída, em última instância, aos fatores internos aos países<sup>64</sup>. Vale mencionar que essa propriedade é explícita no primeiro grupo de modelo que, por adotar a mesma abordagem que os modelos de primeira geração, estabelece uma relação determinística entre esses fatores (agora, as distorções geradas pelas garantias) e as crises. Já no segundo e terceiro grupos de modelos, essa relação não é tão evidente, devido ao papel das expectativas auto-realizáveis e à multiplicidade de equilíbrios, mas se explicita a partir de uma análise detalhada dos mecanismos de transmissão entre a absorção dos fluxos de capitais e as crises cambial e bancária, que se procurou realizar na seção precedente.

Assim, depara-se com um argumento semelhante ao defendido por McKinnon (1988 e 1991) na sua autocrítica, que ficou conhecido como o argumento do *sequencing* (ou "teoria da seqüência"), atualmente um consenso no âmbito do *mainstream* da Economia e dos organismos multilaterais, qual seja: a conversibilidade total da conta de capital (ou seja, a abertura financeira completa), além de constituir a última etapa do processo de liberalização, pode demandar um longo período de tempo para ser implementada, que seja suficiente para que os sistemas financeiros superem suas fragilidades a partir do aperfeiçoamento da sua "infra-estrutura" e do aprofundamento financeiro interno. Neste intervalo, que pode ser muito longo, admite-se a possibilidade de imposição de

<sup>64</sup> Após a crise asiática também foram realizados vários estudos empíricos que procuram identificar os fatores que desencadearam essa crise e corroboram os resultados dos novos modelos (como mencionado na nota 17, o mesmo ocorreu após a crise mexicana). Um exemplo é o estudo de Kaminsky (1999:35), que chega à seguinte conclusão: "(...) *the Asian Crises, far from being of a 'new breed' confirm that economies in distress are at the origin of the financial crises*".

controles sobre os fluxos de capitais<sup>65</sup>. Ou seja, essas especificidades dos sistemas financeiros “emergentes” seriam, em grande medida, “conjunturais” (como os desequilíbrios macroeconômicos) e passíveis de correção na medida em que esses países adotassem mecanismos de supervisão e regulamentação bancária, sistemas jurídicos, padrões de *disclosure* e de auditoria vigentes nos países industrializados e atingissem o grau de desenvolvimento financeiro desses países.

A atribuição da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras no contexto atual, em última instância, aos fatores internos aos países decorre, ao nosso ver, de uma importante limitação da “reação teórica”. Os novos modelos, apesar de incorporar no seu esquema analítico fatos estilizados que caracterizam o sistema financeiro internacional contemporâneo e alguns traços distintivos deste sistema que atingiriam particularmente os países “emergentes” (como os *external credit ceilings* do modelo de Chang & Velasco) não exploram as causas subjacentes a esses fenômenos e, assim, às crises financeiras recentes.

Isto porque, a dinâmica deste sistema está, de forma geral, ausente desses modelos, ou é incorporada de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita, como no modelo de Calvo & Mendonza (1997). O relaxamento dessa hipótese permite a introdução de “falhas de mercado”, mais especificamente, das assimetrias de informação no mercado internacional de *securities*, que explicariam o comportamento de manada dos investidores institucionais estrangeiros e a volatilidade de uma modalidade de fluxos de capitais, os investimentos de portfólio. É interessante observar que o modelo de Chang & Velasco chega a um resultado oposto, pois considera somente os empréstimos externos, intermediados pelo sistema bancário. Assim, nesse modelo, que se propõe a ser, nas palavras desses autores, um “modelo canônico de crises financeiras nos países emergentes”, esses países não seriam vulneráveis à reversão das demais modalidades de fluxos de capitais, como os investimentos de portfólio por parte dos investidores institucionais, que se tornaram atores centrais do sistema financeiro internacional após os anos 80.

Como se destacou na Introdução, defende-se nesta tese que, para compreender a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” àqueles fenômenos – ou seja, aos ataques especulativos auto-realizáveis dos investidores estrangeiros, à volatilidade dos fluxos de capitais, ao

<sup>65</sup> Vale ressaltar que subjacente à “teoria da sequência” existe uma hipótese em relação aos determinantes dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento, qual seja, que esses fluxos dependeriam, essencialmente, dos fatores



comportamento de manada dos investidores estrangeiros, entre outros – e, assim, às crises financeiras recentes, é fundamental inserir na análise a dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, o que requer, por sua vez, a adoção de um referencial teórico distinto do convencional. Esta tarefa será realizada no próximo capítulo. O segundo passo necessário é compreender por que essa dinâmica atinge de forma mais perversa os países “emergentes”. Procurar-se-á responder a esta questão no terceiro capítulo.

---

internos aos países. Sobre as diferentes visões sobre os determinantes dos fluxos de capitais para os países periféricos, ver Prates (1997).

## **Capítulo 2**

### **A dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo**

## 2.1. Introdução

---

No capítulo precedente, procurou-se mostrar a reação teórica no âmbito da literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”, “deslanchada” após as crises mexicana e asiática. Os novos modelos desenvolvidos nos anos 90 incorporaram na explicação dessas crises elementos até então enfatizados pela literatura heterodoxa, dentre os quais: os ataques especulativos auto-realizáveis, o comportamento de manada dos investidores estrangeiros, a volatilidade dos fluxos de capitais e o efeito-contágio.

A despeito da incorporação desses fatos estilizados característicos do sistema financeiro internacional no contexto atual, a dinâmica desse sistema está, de forma geral, ausente desses modelos, ou é incorporada de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita, como no modelo de Calvo & Mendonza (1997). O relaxamento dessa hipótese permite a introdução de “falhas de mercado”, mais especificamente, das assimetrias de informação no mercado internacional de *securities*, que explicariam o comportamento de manada dos investidores estrangeiros e a volatilidade de uma modalidade de fluxos de capitais, os investimentos de portfólio.

Nessa tese, defende-se a hipótese de que para se avançar na compreensão das crises financeiras recentes dos países “emergentes” é fundamental inserir na análise a dinâmica real de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, o que requer, por sua vez, a adoção de um referencial teórico distinto do convencional, em outras palavras, de uma abordagem heterodoxa de inspiração, sobretudo keynesiana (ou pós-keynesiana), na qual a incerteza e a moeda são categorias centrais (ver Quadro 2.1).

### Quadro 2.1 – Os Fundamentos Teóricos Keynesianos

A diferença fundamental entre o pensamento de Keynes e a teoria econômica convencional (mainstream) reside exatamente na compreensão da importância da moeda nas economias capitalistas modernas, caracterizadas pela incerteza em relação ao futuro em função tanto da temporalidade da atividade econômica quanto da irreversibilidade (e interdependência) das decisões dos agentes. Para Keynes, a moeda é uma instituição social, submetida à regulação estatal, que desempenha papéis muito mais complexos do que a função de facilitar a troca de mercadorias, como defende a teoria convencional. Esta diferença, por sua vez, está associada à adoção de fundamentos teóricos opostos. Como mostram os pós-keynesianos, a partir do resgate das idéias centrais de Keynes, este autor procurou construir um novo paradigma para a ciência econômica, o qual Minsky denominou de “Wall Street”, em contraposição ao paradigma neoclássico da “feira da aldeia”, que implica rejeição das hipóteses de neutralidade e exogeneidade da moeda, bem como do axioma de ergodicidade, implícitos nos modelos convencionais. No mundo de “Wall Street”, a moeda, que está na base de todos os contratos e transações econômicas, é uma moeda de crédito de emissão privada, cuja natureza é ambivalente: de um lado, constitui um “bem privado”, pois é o ativo que serve como “receptáculo da incerteza”, demandado e apropriado pelos agentes como forma de conservação da riqueza avaliada em termos monetários; de outro lado, é um “bem público”, enquanto núcleo do sistema de pagamentos que funda uma economia de mercado generalizada como a economia capitalista. Consequentemente, os bancos não exercem somente a função de intermediários financeiros (como supõe a teoria convencional), mas constituem as instituições responsáveis pela emissão da moeda crédito e desempenham um papel central na dinâmica da economia. Sobre a natureza ambivalente da moeda e o papel central dos bancos nas economias capitalistas modernas, ver Freitas (1997a). Sobre as diferenças entre os fundamentos teóricos keynesiano e convencional, ver Carvalho (1992b), Minsky (1993) e Davidson (1999).

A adoção desta abordagem teórica alternativa também implica a rejeição da metodologia subjacente à teoria convencional, ou seja, do método cartesiano-euclidiano. Como destaca Dow (1996), a metodologia envolve tanto o método utilizado pela escola de pensamento – isto é, os procedimentos técnicos da formulação teórica – quanto à visão de mundo subjacente ao modelo. As duas dimensões são interdependentes, ou seja, a visão de mundo condiciona a formulação teórica e o método utilizado.

No caso das diversas abordagens que integram a “reação teórica” - que procuram incorporar contribuições heterodoxas e, principalmente, de Keynes, em seus modelos - o espaço para formulações teóricas alternativas é limitado diante da manutenção dos dois pilares metodológicos do mainstream: racionalidade otimizadora e equilíbrio. Vale lembrar que no prefácio da Teoria Geral, Keynes afirmou que sua elaboração foi para ele “a long struggle of escape from habitual modes of thought and expression”. Ou seja, contrariamente aos autores que têm “navegado” na “cheia do mainstream”, Keynes percebeu a incompatibilidade da sua teoria com a metodologia convencional e, assim, desenvolveu uma abordagem metodológica distinta, que se enquadra no modo de pensamento que Dow denominou de “babilônico”. Assim, inevitavelmente, a introdução das contribuições de Keynes nas diversas “gerações” de modelos convencionais ou acaba exigindo o apelo a hipóteses ad hoc (caso dos modelos de ataques especulativos auto-realizáveis) ou se torna possível graças a um recurso teórico: a introdução de falhas de mercado, como as assimetrias de informação (caso dos modelos de rational herding behavior).

Nos dois casos, os conceitos originais de Keynes ou são distorcidos (como a identificação do seu conceito de incerteza com a noção de informação imperfeita ou assimétrica) ou empobrecidos (por exemplo, características que, segundo este autor, são intrínsecas às economias capitalistas, como o comportamento mimético e especulativo, tornam-se o resultado de meras imperfeições de mercado). Sobre as diferenças entre estes dois métodos, ver Dow (1996) e Sapir (2000).

Essa abordagem possibilita, por um lado, a introdução no esquema analítico de um elemento fundamental para a compreensão desta dinâmica, qual seja: as características do sistema monetário internacional, enquanto um arranjo institucional hierarquizado em torno de uma moeda-chave, cujos elementos constitutivos alteram-se ao longo da história e moldam o perfil das finanças internacionais (isto é, do sistema financeiro internacional) em cada período, como destacou Keynes durante os debates que precederam a conferência de Bretton Woods (Keynes, 1980)<sup>66</sup>. Na seção 2.1, a partir das contribuições de diversos autores heterodoxos, serão apresentados os determinantes históricos da emergência do sistema monetário internacional contemporâneo e suas principais características.

Por outro lado, a abordagem heterodoxa permite a compreensão da dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo, ou seja, da globalização financeira<sup>67</sup>, que é ditada pela lógica de funcionamento dos mercados de capitais liberalizados, líquidos e profundos. A análise de Keynes no capítulo 12 da Teoria Geral, sobre a dominância da especulação<sup>68</sup> nesses mercados, permanece atual e útil para a compreensão desta lógica. Vários autores heterodoxos, resgatando e atualizando essa idéia, mostram que nos anos 80 a emergência de um novo padrão de gestão de riqueza nos países centrais, caracterizado pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva, alterou a dinâmica macroeconômica desses países, a qual passou a se subordinar ao ciclo de ativos financeiros. Na seção 2.2, procurar-se-á argumentar que esse novo padrão de gestão de riqueza, ao lado das características do sistema monetário internacional, apresentadas na seção 2.1, constituem os determinantes do perfil das finanças internacionais no contexto atual, mais especificamente, da natureza volátil dos fluxos recentes de capitais.

Contudo, uma ressalva é necessária. Não existe uma interpretação heterodoxa consolidada sobre a dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Apesar de compartilharem a tese da dominância da lógica especulativa sobre a produtiva, os autores

---

<sup>66</sup> Sobre a participação de Keynes nesses debates e sua proposta de reforma do sistema monetário internacional, ver: Skidelsky (2000).

<sup>67</sup> A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1996). Em outras palavras, é o resultado da interação entre dois processos: em âmbito doméstico, da progressiva liberalização financeira; em âmbito internacional, da crescente mobilidade dos capitais (Carneiro, 1999).



divergem em relação a alguns pontos, como, por exemplo, se existe ou não uma tendência de convergência entre as estruturas dos sistemas financeiros dos países centrais. Este capítulo não pretende solucionar as controvérsias existentes na literatura, mas somente fornecer uma explicação para uma característica fundamental desta dinâmica, subjacente às crises financeiras dos países “emergentes” nos anos 90: a volatilidade intrínseca dos fluxos recentes de capitais.

---

<sup>68</sup> No capítulo 12 da Teoria Geral, Keynes faz uma análise detalhada da lógica das decisões dos agentes num contexto de incerteza, mostrando os diferentes condicionantes das decisões relacionadas com ativos produtivos (ou instrumentais) e daquelas relacionadas com ativos financeiros.

## 2.2. O Sistema Monetário Internacional após o colapso de Bretton-Woods

As características do sistema monetário internacional em cada período, que modelam aquelas do sistema financeiro internacional, são: a forma da moeda internacional; o regime de câmbio; e o grau de mobilidade dos capitais. As distintas combinações entre esses dois últimos elementos, por sua vez, condicionam o grau de autonomia das políticas econômicas domésticas. Num contexto de livre mobilidade de capitais, a opção pela estabilidade cambial, ou seja, a adoção de um regime de câmbio fixo, exige a renúncia desta autonomia. Como ressalta Carneiro (2002a:230), neste contexto “*só é possível escolher entre regimes de taxas de câmbio alternativos, utilizando a autonomia da política doméstica como variável de ajuste*”. A impossibilidade de combinar estes três elementos - estabilidade cambial, mobilidade de capitais e autonomia da política doméstica - é denominada de “trindade impossível” pela literatura<sup>69</sup>.

Guttman (1993) destaca que a literatura convencional tem uma visão muito limitada da dinâmica do sistema monetário internacional, pois negligencia um dos seus elementos fundamentais – a forma da moeda internacional – em função da sua própria concepção limitada da moeda. A moeda internacional, assim como as moedas nacionais, deve desempenhar as funções de meio de liquidação das transações e dos contratos, unidade de conta e reserva de valor (nesse caso, em âmbito internacional). Todavia, há uma diferença qualitativa entre essas duas formas de moeda - que foi enfatizada tanto por Keynes quanto por Marx - já que não existiu (pelo menos até o momento atual), uma verdadeira moeda internacional<sup>70</sup>. Apesar das diferentes características dos sistemas monetários internacionais, a solução prática para este dilema foi semelhante. Como ressalta Brunhoff (1996:44) :

*(...) il y a forcément une unité de compte monétaire internationale, qui, en droit ou en fait, soutient les changes de monnaies (...) Il se fait périodiquement un “compromis*

<sup>69</sup> Para uma ilustração desta trindade, ver Carneiro (1999 e 2002a). Este autor mostra as diferentes combinações destes três elementos no padrão-ouro, no sistema de Bretton Woods e no sistema atual, denominado de “globalização”. Para uma análise histórica dessas distintas combinações, ver Eichengreen (1996) e Obstfeld & Taylor (1996). Esses últimos autores utilizam o termo “trilemma” como sinônimo do dilema da “trindade impossível”.

<sup>70</sup> Alguns autores heterodoxos enfatizam a impossibilidade lógica de uma moeda nacional exercer as funções de uma moeda internacional, como Guttman (1994) e Schmitt (1975 e 1977). Este autor, o principal representante da teoria do circuito monetário de produção, desenvolve uma análise detalhada desta impossibilidade, a partir da idéia de uma hierarquia da moeda-crédito (sobre essa abordagem, ver Freitas, 1997a).

*hiérarchique” (...) entre le besoin d’une unité de compte internationale et le maintien de la spécificité de monnaie nationale.*

A partir desse compromisso, que reflete as relações de poder entre os países centrais, estabelece-se uma moeda (ou divisa) chave – em geral, a moeda do país hegemônico, que serve como veículo privilegiado das transações financeiras internacionais e unidade de conta de referência – e o regime cambial vigente (que se refere às modalidades de troca entre a divisa-chave e as moedas dos demais países centrais). No entanto, este compromisso tem um caráter ambíguo, ou melhor, contraditório, uma vez que a divisa-chave, situada no “topo” da pirâmide, é também um ativo financeiro, em concorrência com as demais moedas (Brunhoff, 1996: 44).

O sistema monetário internacional que emergiu após o colapso do acordo de Bretton Woods também se baseou nesse compromisso e, assim, numa divisa-chave, o dólar. Apesar das especificidades da “moeda-chave” contemporânea, que serão apontadas a seguir, não se verificou o “declínio das divisas-chave” previsto por alguns analistas (como Aglietta, 1986). Os demais traços deste sistema são o regime de câmbio flutuante e a livre mobilidade dos fluxos internacionais de capitais.

Uma quarta característica fundamental, mas nem sempre ressaltada pela literatura, é a dimensão hierárquica e assimétrica deste sistema. Como salienta Miranda (1995: 187), “no âmbito de um sistema (ou não sistema) monetário internacional (...) existe uma hierarquia de moedas que determina condições, potencialidades e graus de liberdade diferenciados para as economias nacionais”. Além da posição superior da moeda-chave – o dólar, no sistema atual –, posicionada no “topo” da hierarquia das moedas, existe uma assimetria no sistema monetário internacional entre as moedas dos países centrais e aquelas dos países periféricos. Ou seja, o compromisso hierárquico neste sistema não tem somente o caráter ambíguo, enfatizado por Brunhoff (1996), mas também um caráter assimétrico.

Enquanto esta seção se dedicará às três primeiras dimensões desse sistema sobre as quais se concentra a literatura – o papel do dólar como moeda-chave, o regime de câmbio flexível ou flutuante e a livre mobilidade de capitais – a sua dimensão hierárquica e assimétrica será tratada no próximo capítulo, cujo objeto são as crises financeiras recentes dos países “emergentes”, pois constitui, ao nosso ver, um elemento central para a compreensão da especificidade dessas crises.

A posição do dólar como moeda-chave ancorou-se, após o colapso do acordo de Bretton Woods, no poder financeiro dos Estados Unidos, associado à importância das instituições financeiras americanas

(grandes bancos e investidores institucionais) e à dimensão do seu mercado financeiro doméstico (Strange 1986 e Helleiner, 1994). Essa hegemonia financeira, por sua vez, foi reforçada pelo choque de taxa de juros de 1979, que inaugurou a política do “dólar forte”, bem como pela desregulamentação e/ou liberalização financeira<sup>71</sup> implementada no final dos anos 70, medidas que marcaram o que Tavares (1997) denominou de “retomada da hegemonia americana”<sup>72</sup>. Retomada porque, nos anos 70 observou-se um crescente questionamento da posição do dólar como moeda-chave do sistema, reflexo da fragilização da liderança tecnológica e comercial dos Estados Unidos, subjacente a essa posição no sistema de Bretton Woods.

Um condicionante adicional do choque de juros de 1979 foi a necessidade de financiamento do déficit público americano e do déficit em transações correntes (os “déficits gêmeos”), que se intensificaram durante os anos 70. A política do “dólar forte” e a necessidade de financiamento desses déficits provocaram uma modificação radical na direção dos fluxos internacionais de capitais no início da década de 80. A partir desta data, os Estados Unidos, até então o principal credor internacional, tornaram-se o principal devedor líquido internacional (Belluzzo, 1995) e a dívida mobiliária americana, o principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor pelos investidores internacionais.

Essas decisões de política dos Estados Unidos, país emissor da moeda-chave, com o objetivo de assegurar a supremacia do dólar no sistema monetário e financeiro internacional, constituíram um dos principais determinantes da consolidação do ambiente de livre mobilidade de capitais, outra dimensão fundamental do sistema monetário internacional pós-Bretton Woods, cujo germe foi a adoção da conversibilidade da conta corrente dos países europeus em 1958 e o surgimento do euromercado.

---

<sup>71</sup> A desregulamentação e/ou liberalização monetária e financeira refere-se à diminuição dos controles governamentais sobre os mercados monetários e financeiros. Esses termos são, usualmente, utilizados como sinônimos na literatura. Contudo, como esclarece Freitas (1997a), se toda desregulamentação é uma liberalização, o inverso nem sempre é verdadeiro. A desregulamentação significa a eliminação pura e simples das restrições ao funcionamento dos mercados e a diminuição da intervenção estatal e se tornou uma “bandeira” do neoliberalismo. Já a liberalização é um processo histórico, cuja evolução pode ser alterada pela ação ativa dos governos, atuando cooperativamente, ou por uma ruptura profunda, como a crise de 1929. Nessa perspectiva, a liberalização financeira está associada às modificações na dinâmica concorrencial, que exigem uma readaptação de regras e de controles prudenciais a um ambiente financeiro mais sofisticado, diversificado e mundializado.

Helleiner (1994), seguindo a trilha da literatura da economia política internacional, ressalta que a “reemergência das finanças globais” a partir do final dos anos 50 não constituiu um resultado inexorável das pressões das forças de mercado em prol da liberalização e/ou dos avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática, como defendido pela maioria dos analistas. Esses fatores podem ter desempenhado um papel no sentido de facilitar e/ou acelerar a sua emergência, mas os determinantes principais do ambiente de livre mobilidade de capitais que emergiu após o colapso de Bretton Woods foram as decisões de política dos países centrais<sup>73</sup>.

Strange (1986) enfatiza que dois tipos de decisão de política foram essenciais para o surgimento e consolidação desse ambiente: as decisões positivas e as negativas que se referem, respectivamente, às intervenções mediante regras ou recursos financeiros para influenciar ou restringir os mercados e à não-interferência dos governos nos mercados. Helleiner (1994) reforça e atualiza os argumentos dessa autora, destacando as ações e não-ações (respectivamente, as decisões positivas e negativas, nos termos de Strange) dos governos dos países centrais em prol da emergência desse ambiente. Esse autor efetua uma análise detalhada do papel desempenhado pelos governos dos países centrais – principalmente pelos Estados Unidos, Inglaterra e Japão, “as potências hegemônicas atual, decadente e emergente”, respectivamente – nesse processo. Enquanto para os Estados Unidos esse ambiente era fundamental para reafirmar a posição do dólar como moeda-chave, agora baseada no seu “poder financeiro”, para a Inglaterra a constituição de um mercado financeiro *off-shore*, sediado em Londres (o euromercado), revelava-se fundamental para sustentar a posição da *City* como centro financeiro

<sup>72</sup> O movimento de reafirmação da hegemonia americana no plano geoeconômico, ancorado na política do “dólar forte”, foi acompanhado por um movimento semelhante no plano geopolítico, que ficou conhecido como “diplomacia das armas” (a corrida armamentista e o programa “guerra nas estrelas”), cujo objetivo era minar por dentro as forças do seu principal adversário geopolítico, a União Soviética (Tavares & Melin, 1997).

<sup>73</sup> Helleiner (1994) mostra que a constituição de um sistema monetário internacional no qual os fluxos de capitais tenham mobilidade limitada, como o regime de Bretton Woods, exige o estabelecimento de regras gerais a partir de controles na origem e no destino dos fluxos e, assim, uma ação concreta e cooperativa dos Estados envolvidos, devido à natureza do dinheiro, em especial a sua fungibilidade. A viabilidade desta cooperação, por sua vez, depende de vários fatores, dentre os quais os interesses dos grupos econômicos dominantes. Já no âmbito do comércio, o inverso é verdadeiro: a constituição de uma ordem liberal exige acordos cooperativos entre os Estados. Assim, tanto no âmbito financeiro como comercial a “globalização” não é um processo irreversível. Sobre a alternância entre regimes liberais e não-liberais no âmbito do comércio internacional, ver Bairoch (1996) e no âmbito das finanças internacionais, ver também Eichengreen (1996). Este autor, na sua análise sobre a evolução do sistema monetário e financeiro internacional desde o padrão-ouro, mostra que houve uma alternância entre sistemas caracterizados por uma maior ou menor mobilidade de capitais. Somente em determinados momentos históricos e dependendo das correlações de força internas, os controles de capitais revelaram-se viáveis.



internacional. No caso do Japão, a livre mobilidade de capitais era funcional no sentido de facilitar a reciclagem de seus recorrentes superávits em transações correntes.

No caso das decisões negativas (ou não-ações), destacam-se: a ruptura unilateral pelo governo americano do acordo de Bretton Woods; a incapacidade ou imobilidade dos governos dos países centrais em estabelecer um novo sistema monetário internacional naquele período; e a não-ação do governo inglês frente ao desenvolvimento do euromercado. Dentre as decisões positivas (ou ações), pode-se citar: as intervenções dos governos do G-7, apoiados pelo *Bank for International Settlements* (BIS) e/ou pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), nas crises internacionais de 1974, 1982 e 1987, que foram essenciais para evitar sua transformação em crises sistêmicas; o papel central desempenhado pelo BIS na reemergência das finanças globais<sup>74</sup>; e, principalmente, as políticas de desregulamentação financeira e da conta de capital<sup>75</sup> adotadas pelos Estados Unidos e pela Inglaterra na segunda metade da década de 70, que induziram os demais países centrais a implementar essas políticas nos anos 80, diante das pressões competitivas provenientes do mercado financeiro americano e do euromercado<sup>76</sup>. Este processo de “desregulamentação competitiva” foi um condicionante fundamental do reemergência do ambiente de livre mobilidade de capitais<sup>77</sup>. Como esclarece Helleiner (1994:12):

*When these two states supported growth of the Euromarket in the 1960s and then liberalized and deregulated their financial markets in the 1970s and 1980s foreign financial centers increasingly witnessed their business and capital migrating to these*

<sup>74</sup> O BIS desempenhou um papel fundamental, tanto no sentido de facilitar e estimular a cooperação entre os Bancos Centrais desde os anos 60, quanto de servir a partir de 1974, com a criação do Comitê da Basileia para Supervisão da Atividade Bancária (*Basle Committee on Banking Supervision*), como um fórum de discussões para a criação de instrumentos voltados para a prevenção de crises financeiras (como o aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias).

<sup>75</sup> Apesar de a extensão do processo de desregulamentação ter variado entre os países, as principais medidas envolvidas foram: eliminação dos controles quantitativos sobre o crédito e dos tetos de taxas de juros sobre os depósitos e abolição dos limites às atividades das instituições financeiras (Freitas, 1997a). Já a liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos refere-se à eliminação dos controles quantitativos e não-quantitativos sobre os fluxos de capitais e também é chamada de abertura financeira.

<sup>76</sup> É importante mencionar que as políticas de desregulamentação e abertura financeiras dos países centrais foram acompanhadas e sustentadas por mudanças no pensamento econômico dominante. A corrente keynesiana, que predominou entre o final da Segunda Guerra Mundial e o início dos anos 70, foi substituída pelo neoliberalismo, que emergiu exatamente nos países que lideraram essas políticas. Este rejeita as políticas econômicas discricionárias e sustenta que os governos ou mesmo um sistema de regulação internacional não podem e não devem controlar os fluxos internacionais de capital (Shor, 1992).

<sup>77</sup> A despeito deste determinante comum, as políticas de desregulamentação financeira e da conta de capital dos países centrais tiveram condicionantes específicos, que variaram entre os países, como se destacará na próxima seção.

*more attractive markets. To compete effectively for this mobile financial business and capital, they forced to follow the lead of Britain and United States, by liberalizing and deregulating their own financial systems. This 'competitive deregulation' in finance was a central reason for the flurry of liberalization activity throughout the advanced industrial world in the 1980s*<sup>78</sup>.

A emergência do ambiente de livre mobilidade de capitais foi, por sua vez, o determinante em última instância do colapso do regime de paridade fixas de Bretton Woods, substituído por um regime de câmbio flutuante ou flexível. Como destaca Eichengreen (1996), estas duas dimensões estão intrinsecamente vinculadas: a tendência de aumento da flexibilidade cambial no pós-guerra constitui uma consequência inevitável da crescente mobilidade de capitais. Essa mobilidade somente é compatível com um regime cambial alternativo ao flutuante (câmbio fixo ou administrado) se a autonomia da política econômica doméstica é utilizada como variável de ajuste, situação que prevaleceu durante o padrão libra-ouro, quando o grau limitado de democracia, de politização e de sindicalização ampliava o raio de manobra da política monetária no sentido de priorizar absolutamente a defesa da estabilidade externa (ou seja, do padrão-ouro) como meta de política econômica (em detrimento da estabilidade interna, isto é, da manutenção do nível de emprego e de crescimento)<sup>79</sup>.

É importante esclarecer o papel desempenhado pelo dólar nesse ambiente, ou seja, no sistema monetário e financeiro internacional pós-Bretton Woods, mais especificamente, após 1979, quando os Estados Unidos, a partir da política do “dólar forte”, restabelecem unilateralmente a posição do dólar como moeda-chave. Como destacam Tavares & Merlin (1997), nesse sistema, o dólar não

<sup>78</sup> Num artigo posterior (Helleiner, 1996), este autor levanta a hipótese de que a tendência de liberalização financeira em curso desde os anos 60 poderia ser ameaçada pelas consequências negativas da “*new liberal international finance order*”, que se explicitaram com a crise do SME de 1992/93. Ademais, em âmbito doméstico, os críticos do “neoliberalismo” estariam desafiando cada vez mais os defensores da ordem liberal. É interessante observar que, na segunda metade da década de 90, a intensificação da instabilidade financeira internacional, associada às crises financeiras recorrentes nos países “emergentes” explicitou ainda mais essas consequências e resultou em iniciativas dos organismos multilaterais no sentido de reestruturar a “arquitetura financeira internacional”. Mas, até o momento, a lógica dessa reestruturação tem sido muito mais de evitar a eclosão de crises sistêmicas para garantir a manutenção da globalização financeira, do que de reverter esse processo. Sobre essas iniciativas, ver: Freitas & Prates (2002) e Cunha & Prates (2001a e b).

<sup>79</sup> Vale mencionar que o abandono da conversibilidade em ouro e do regime de paridades fixas, mas ajustáveis, também esteve associado à mudança da natureza da hegemonia do país emissor da moeda-chave. Ou seja, com a deterioração da posição comercial e tecnológica dos Estados Unidos, a manutenção da conversibilidade em ouro e a paridade estabelecida em Bretton Woods revelou-se insustentável. Essa deterioração, por sua vez, esteve associada ao próprio movimento de transacionalização das empresas e instituições financeiras americanas no pós-guerra, como ressalta Teixeira (1999).

desempenha mais a função de reserva de valor como um padrão monetário clássico. Nas palavras desses autores:

*(...) o dólar não é mais um padrão de valor no sentido tradicional dos regimes monetários internacionais anteriores (padrão ouro-libra e padrão ouro-dólar), mas cumpre sobretudo o papel mais importante de moeda financeira em um sistema desregulado onde não existem paridades cambiais fixas, vale dizer, onde não há padrão monetário rígido (...) neste sistema monetário “financeirizado” as funções centrais do dólar são a função de segurança e a de arbitragem (Tavares & Melin, 1997: 64-65).*

O dólar, enquanto moeda financeira, torna-se referência obrigatória na medida em que a dívida pública americana expande-se, convertendo-se em principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor da riqueza financeira global. Num primeiro momento, no contexto da política do “dólar forte”, a dívida interna americana passa a servir de lastro ao mercado financeiro de *Wall Street* e converte-se em dívida externa mediante sua absorção pelos investidores estrangeiros. Em seguida, na segunda metade dos anos 80, diante da forte desvalorização do dólar após os acordos do Plaza e do Louvre, e da baixa da taxa de juros americana, os títulos da dívida pública americana deixam de servir somente como ativos de rentabilidade primária, passando a ser utilizados para lastrear o movimento de securitização<sup>80</sup> generalizada, que se desenvolve vertiginosamente após 1985.

A presença “obrigatória” do dólar, em ao menos uma das pontas de todas as operações de securitização e arbitragem nos principais mercados de derivativos cambiais na década de 90, afirma definitivamente a posição dominante da moeda americana nos mercados financeiros globalizados<sup>81</sup>. Nesses mercados, a denominação em dólar nas operações plurimonetárias cumpre três funções primordiais para o capital internacional: fornece liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura. Ou seja, o dólar passa a cumprir o papel de moeda financeira de origem pública, capaz de cumprir o papel de securitização e de denominador comum da riqueza financeira global (Tavares & Melin, 1997). E, os títulos da dívida pública americana consolidam sua posição como um

<sup>80</sup> A securitização surgiu nos Estados Unidos na década de 70 e consistia na transformação de empréstimos bancários em títulos negociáveis (Boissieu, 1994). Essas operações intensificaram-se na primeira metade da década de oitenta em função dos problemas de liquidez e solvência dos bancos norte-americanos associados à crise da dívida externa dos países da América Latina e às próprias transformações financeiras em curso. Assim, a securitização refere-se à transformação de ativos não-negociáveis (empréstimos bancários) em ativos negociáveis (títulos) e à proliferação de diversas modalidades de títulos ao portador emitidos por empresas, instituições financeiras e governos (Freitas, 1997a).

<sup>81</sup> Sobre a dinâmica desses mercados, ver seção 2.2.

refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada, o que significa, que “o fortalecimento da função de reserva universal de valor, exercida pelo dólar, decorre fundamentalmente das características aludidas do seu mercado financeiro e do papel crucial desempenhado pelo Estado americano como prestamista e devedor de última instância” (Belluzzo, 1997:188).

Além da sua transformação em moeda financeira, Teixeira (2000) destaca uma segunda mudança fundamental na natureza do dólar, enquanto moeda-chave do sistema monetário e financeiro internacional, a qual estaria subjacente à concentração do poder em mãos dos Estados Unidos e ao desequilíbrio que caracteriza as relações internacionais contemporâneas. Segundo este autor, a especificidade de situação atual em relação à estabelecida em Bretton Woods decorreria da natureza exclusivamente fiduciária do dólar, que deixou de estar vinculado a qualquer mercadoria real (ou seja, ao ouro). Naquele sistema, embora o dólar assumisse a função da moeda internacional, o padrão monetário estava vinculado ao ouro, o que acabava impondo restrições externas ao funcionamento da economia americana, que era incapaz de sustentar, simultaneamente, o valor da moeda e a competitividade das suas exportações<sup>82</sup>. Como destaca esse autor:

*Essa é a novidade que caracteriza o novo quadro mundial e que permite aos Estados Unidos assumirem o comando das principais alavancas do poder capitalista. Ao impor ao mundo a soberania do dólar (e de um dólar desvinculado do ouro), a economia americana passou a uma situação em que não está mais sujeita a restrições de balanço de pagamentos. Pode com isso importar livremente e, dessa forma, reestruturar seu parque industrial, praticando déficits comerciais gigantescos: o problema é do resto do mundo. Pode adotar as estratégias que bem entender, tendo em vista a manutenção de seu crescimento interno, desconhecendo – se assim o quiser – os problemas que cria para seus parceiros; estes que se ajustem como puderem. E, diante de qualquer ameaça externa, pode reativar a fórmula mágica salvadora, elevando a taxa de juros e fazendo refluir para os ativos denominados em dólar a riqueza líquida espalhada pelo mundo (Teixeira, 2000: 9-10).*

<sup>82</sup> Vale ressaltar que a conversibilidade, em última instância, do dólar ao ouro, também gerava uma contradição intrínseca ao sistema de Bretton Woods, que ficou conhecida como “dilema de Triffin”, por ter sido destacada inicialmente por este autor (Triffin, 1964): a expansão da liquidez internacional, fundamental para viabilizar o crescimento do comércio mundial no pós-guerra, exigia um aumento das reservas mundiais em dólares, o que ocorria a partir da geração de déficits externos pelos Estados Unidos, que “irrigavam” a economia mundial; mas a persistência destes déficits, num contexto de estabilidade das reservas de ouro desse país, deteriorava progressivamente a confiança na conversibilidade do dólar, uma das “âncoras” deste sistema.



A natureza fiduciária do dólar no contexto pós-Bretton Woods implica grau de autonomia de política praticamente total para o país emissor da moeda-chave. Nesse contexto, a gestão da política monetária americana e, assim, as variações da taxa de juros básica do sistema, que influenciam decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, passam a depender estreitamente do ciclo econômico doméstico. Ao mesmo tempo, ao se libertar das “amarras” da conversibilidade, em última instância, ao ouro, os Estados Unidos pôde incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que resultou em outra especificidade do sistema monetário interacional após Bretton Woods: o caráter devedor líquido do país emissor da moeda-chave, destacado por Belluzzo (1997).

Este caráter introduz novas fontes de instabilidade no sistema, pois a política monetária americana também está subordinada à necessidade de rolagem da dívida pública mobiliária interna e de sustentação do valor do dólar (dado o seu papel como moeda-chave), que pode entrar em contradição com a estabilidade dos mercados globalizados. As eventuais inconsistências entre os objetivos internos e externos dessa política resultam numa incerteza em relação à trajetória das taxas de juros e de câmbio americanas que, dada a sua posição central no sistema, se transmite aos demais países centrais e periféricos (Belluzzo, 1997 e Carneiro, 1999).

Assim, a nova configuração do sistema monetário internacional, ancorada no dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, é marcada por uma instabilidade intensa<sup>83</sup>, que resulta numa incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave (taxas de câmbio e de juros). Ao lado da natureza contemporânea da moeda-chave, principalmente sua dimensão fiduciária, e do caráter devedor líquido dos Estados Unidos, essa incerteza decorre, igualmente, das demais características do sistema, ou seja, do regime de câmbio flutuante e da livre mobilidade de capitais.

O regime de câmbio flutuante num contexto de livre mobilidade de capitais não resultou numa maior estabilidade das taxas de câmbio e na eliminação dos desequilíbrios dos balanços de pagamento, como propagavam os monetaristas no final dos anos 60, mas numa extrema volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Como ressalta Belluzzo (1995:16):

<sup>83</sup> Uma das principais manifestações dessa instabilidade são as crises financeiras frequentes, que eclodiram após o colapso de Bretton Woods. Essas crises têm atingido países centrais e “emergentes”, mas são mais recorrentes e intensas nesses últimos países, como se destacará no próximo capítulo.



*(...) as flutuações das taxas de câmbio, supostamente destinadas a corrigir desequilíbrios do balanço de pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas, foram desestabilizadoras. Isto porque a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções da política monetária, determinando oscilações entre as taxas de juros das diversas moedas (...)*

A imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo e voláteis que, por sua vez, acentuaram ainda mais a volatilidade dos mercados de divisas<sup>84</sup>. Ademais, como ressalta Carneiro (1999), a não-convergência das taxas de juros em moedas distintas, que reflete a persistência dos diferentes riscos de país<sup>85</sup>, somada às flutuações das taxas de câmbio, tornam mais imprevisíveis as trajetórias das taxas de juros domésticas.

Esse ambiente de incerteza estrutural em relação à evolução dos preços-chave está na origem do mercado de derivativos financeiros. O sistema de câmbio flutuante somado à crescente mobilidade dos capitais aumentou o risco de todas as transações comerciais e financeiras, realizadas em divisas e, assim, a demanda de *hedge* por parte dos agentes que atuam no mercado monetário e financeiro internacional, como as empresas multinacionais e as instituições financeiras<sup>86</sup>:

*A partir do início da década de 70, a ruptura dos acordos de Bretton Woods e a adoção do regime de taxas de câmbio flutuantes nos países capitalistas desenvolvidos acarretou forte elevação da volatilidade das principais variáveis financeiras, ampliando consideravelmente o leque de incertezas dos agentes econômicos e elevando os riscos embutidos nos compromissos futuros. A busca de proteção contra esse ambiente financeiro instável foi a base da criação dos mercados de derivativos financeiros (Farhi, 2001a).*

Mas, se por um lado, esses instrumentos surgiram com o objetivo de fornecer *hedge* contra as variações das taxas de câmbio e de juros, permitindo o gerenciamento da instabilidade desses preços-

<sup>84</sup> A instabilidade das taxas de câmbio dos países centrais foi reforçada, nos anos 70, pelo choque do petróleo, que introduziu um importante fator de imprevisibilidade nos resultados dos balanços de pagamento desses países (Freitas, 1997a).

<sup>85</sup> Esses diferentes riscos decorrem, por sua vez, da dimensão hierárquica do sistema. Esta dimensão será examinada na terceira seção do próximo capítulo.

<sup>86</sup> A volatilidade das taxas de juros e os riscos de desvalorização dos ativos associados à aceleração da inflação nos anos 70 também estimularam o desenvolvimento de outras inovações financeiras pelos bancos que atuavam euromercado, como as *floating rate notes*, títulos de dívida direta de médio ou longo prazo com taxas de juros repactuadas a cada seis meses, tendo como referência uma taxa de juros internacional, geralmente a *London Interbank Rate - Libor* (Ferreira & Freitas, 1990).

chave (mediante contratos futuros, a termo ou de opções), por outro lado, os mercados de derivativos financeiros expandiram o espaço para a especulação nos mercados financeiros e introduziram novos riscos em âmbito macroeconômico<sup>87</sup>. Esse caráter dual e ambíguo dos derivativos é enfatizado por Farhi (1998:262):

*Eles cumprem um importante papel de estabilização e de coordenação das expectativas dos agentes e atenuam fortemente a transmissão da instabilidade financeira à esfera da produção. Ao mesmo tempo, o amplo uso feito pelos agentes econômicos dos mecanismos de derivativos, seja para cobrir seus riscos, seja para operações de arbitragem ou seja ainda para especular, ligado ao poder de alavancagem presente nesses mercados possuem o potencial de exacerbar a volatilidade e a instabilidade dos mercados. Eles não criam essa instabilidade. A instabilidade originária decorre da volatilidade das taxas de câmbio e de juros. Entretanto, os derivativos vivem e se alimentam dela. Podem potencializá-la e agravá-la e encontrar-se, assim, na raiz de uma crise financeira de graves proporções.*

O papel dual desses instrumentos manifestou-se ainda mais nos anos 80, quando ocorreu uma proliferação de inovações financeiras, com destaque para o surgimento de novos derivativos financeiros. Essa proliferação foi impulsionada pelas políticas de desregulamentação e abertura financeiras dos países centrais e pelo avanço dos processos de securitização das dívidas e de institucionalização das poupanças<sup>88</sup>, que resultaram na consolidação da globalização financeira, como se enfatizará na próxima seção (Cintra, 1997 e Farhi, 2001a e 2002).

Uma parcela importante dessas inovações esteve associada à flexibilização das transações financeiras em termos de prazo, taxas de remuneração e moedas de emissão para viabilizar as operações num ambiente instável e globalizado. Além dos derivativos de primeira geração – que permitem tanto o gerenciamento da instabilidade das taxas de juros e de câmbio, quanto a passagem de um segmento do mercado doméstico para outro e de uma moeda para outra<sup>89</sup> – surgiram produtos cada vez mais complexos, negociados nos mercados de balcão, e os produtos estruturados, elaborados sob medida a

<sup>87</sup> Para uma análise detalhada das características e modalidades dos derivativos financeiros e de suas repercussões sobre o mercado de capitais, a política monetária e o comportamento dos agentes, ver Farhi (1998).

<sup>88</sup> A institucionalização das poupanças refere-se à concentração da riqueza financeira nos portfólios dos investidores institucionais, tais como fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos de investimentos (Freitas, 1997a).

<sup>89</sup> Por exemplo, os *warrants* viabilizam a passagem de um segmento do mercado doméstico para outro, pois permitem ao investidor converter um título de renda variável em renda fixa. A passagem de uma moeda para outra pode ser realizada mediante um *swap* entre um fluxo futuro de receita na moeda doméstica por um fluxo de receitas em dólares (Bourguinat, 1995).

partir da combinação de um título com um conjunto de derivativos (Bourguinat, 1995). Nos anos 90, o movimento de proliferação de novos derivativos financeiros teve continuidade, com o crescimento surpreendente do mercado de derivativos de balcão e o aprofundamento de novas práticas de gestão dos recursos. Contudo, como mostra Farhi (2002), os aspectos disruptivos desses instrumentos se intensificaram, como se destacará na próxima seção.

Finalmente, vale ressaltar que uma das consequências desse contexto de incerteza estrutural em relação à trajetória dos preços-chave é a maior preferência pela liquidez dos agentes que atuam no mercado monetário e financeiro internacional. Ciocca & Nardozzi (1996) ressaltam que uma das manifestações dessa maior preferência foi o patamar elevado e a rigidez à baixa das taxas de juros nominais de longo prazo nos países centrais nas décadas de 80 e 90<sup>90</sup>. Ademais, como nesse período, as taxas de inflação (realizadas e esperadas) nesses países foram surpreendentemente baixas, esse patamar resultou em taxas reais de juros igualmente elevadas, tanto em comparação àquelas vigentes durante o sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods, como em termos históricos<sup>91</sup>.

Mas, essa maior preferência pela liquidez, associada à instabilidade do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, não decorre somente das características do padrão dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, sintetizadas acima, mas também da dinâmica de funcionamento do sistema financeiro contemporâneo, caracterizada pela predominância da lógica especulativa sobre a

<sup>90</sup> Vale lembrar que nessa abordagem as taxas de juros de longo prazo refletem a preferência pela liquidez – ou seja, o prêmio exigido pelos agentes para se desfazer da liquidez – que depende, por sua vez, das convenções e do grau de confiança que os agentes atribuem a essas convenções. E, como destacam Ciocca & Nardozzi (1996:43-44), um dos determinantes dessas convenções são as características do sistema monetário internacional: “*The theory liquidity preference also points to the volatility of yields as a source of uncertainty which correspondingly limits the downward flexibility of the interest rate. The tendency of greater volatility is due in part to another important factor noted by Keynes among the determinants of conventions (...): the international monetary system. The regime of flexible exchange rates modifies the ways uncertainty manifests itself; it can also increase uncertainty and with it the mutability of conventional models. A monetary regime not based in pre-established rules (...) is intrinsically unstable*”.

<sup>91</sup> Ciocca & Nardozzi (1996) analisam a evolução da média das taxas de juros reais dos países centrais (especificamente, Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e França) desde o início do séc. XIX e mostram que o patamar vigente nas décadas de 80 e 90 está entre os mais elevados se considerarmos os períodos “normais”, ou seja, nos quais não ocorreram deflações de preços.

produtiva e das chamadas finanças diretas ou de mercado<sup>92</sup>. Na próxima seção, procurar-se-á sintetizar as principais características dessa dinâmica. Vale mencionar que a emergência e consolidação da globalização financeira estão diretamente associadas à gestão do sistema monetário internacional pelo país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos, a partir do final dos anos 60, ou seja, à crise do sistema de Bretton Woods e ao surgimento do padrão “dólar flexível, financeiro e fiduciário”, que se analisou nessa seção. Como mencionado na Introdução desse capítulo, as características do sistema monetário internacional moldam aquelas das finanças internacionais em cada período da história.

---

<sup>92</sup> Keynes (1936) ressaltou, em várias passagens da *Teoria Geral*, que a forma de organização dos mercados financeiros constitui um dos condicionantes da preferência pela liquidez dos agentes. Como explica Carneiro (2002a:234), a partir da análise de Ciocca & Nardozzi (1996): “Nos sistemas nos quais predominam as relações de clientes (intermediação bancária) e os investimentos sólidos (ativos instrumentais) apresentam em geral uma preferência pela liquidez e, portanto, uma taxa de juros menor do que aqueles nos quais predominam as relações de mercado (finança direta) e o investimento fluido (ativos financeiros). Ademais, no segundo caso, a disseminação dos mercados de ativos e seus ciclos de preços tornam mais intensas as possibilidades de ganho ou perda de capital. Ou seja, variações das taxas de juros determinam perda ou ganho de capital para todos os detentores de títulos. Por sua vez, os riscos de perda de capital serão tão maiores quanto menores forem as taxas de juros, o que implica que a taxa de juros, além de mais elevada, é também mais rígida à baixa”.

## 2.3. A dinâmica da globalização financeira

A globalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos 80, constituiu um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir da emergência do euromercado, nos anos 60, e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes, em 1973. Ademais, sua emergência e consolidação estão diretamente associadas à posição dominante dos Estados Unidos no sistema monetário internacional contemporâneo, ancorada, após o colapso de Bretton Woods, na sua hegemonia financeira. Como destacam Duménil & Lévy (2000:130-131):

*(...) si les Etats-Unis n'avaient pas joui de cette position dominante, ils n'auraient jamais été les agents de la globalisation, et aucun pays n'aurait été le vecteur du nouvel ordre financier. Dans un système de libre mobilité internationale des capitaux, tous les pays sont exposés aux retraits de fonds, mais ils le sont d'autant plus que leur monnaie est peu de chose aux yeux des investisseurs internationaux, c'est-à-dire que son cours est susceptible d'être aisément déstabilisé. Un pays dont la monnaie est placée au-dessus des autres, de manière incontestée, est peu exposé aux effets de l'ouverture des marchés (...) Pour tous les autres pays, dont les Etats ont perdu dans une large mesure le contrôle de leur propre monnaie du double fait du flottement des changes et de la libre mobilité des capitaux, les risques posés par la mondialisation sont permanents et considérable.*

Chesnais (1996) distingue três etapas do processo de globalização financeira. A primeira etapa (1960-79) caracterizou-se por uma internacionalização financeira indireta e limitada. O surgimento e expansão do euromercado e dos centros financeiros *off-shore*, como resposta às restrições aos fluxos de capitais americanos em meados da década de 60, possibilitaram a constituição de um mercado financeiro internacional à margem da regulação das autoridades monetárias nacionais, diretamente associada à internacionalização dos bancos americanos, como se destacará a seguir<sup>93</sup>. Nesse período, esse mercado coexistiu com sistemas monetários e financeiros nacionais fechados e regulamentados.

A segunda etapa (1980-85) iniciou-se no final de 1979, com a retomada da hegemonia americana e a implementação pelos Estados Unidos e pela Inglaterra das políticas de desregulamentação e abertura financeiras, adotadas nos anos seguintes pelos demais países centrais. Nesse período, surgiu o

<sup>93</sup>O crescimento espetacular dos mercados internacionais de capitais na década de 60 também estava associado a fatores reais, como a expansão da economia mundial, o crescimento do comércio e a internacionalização da produção. Sobre o surgimento e desenvolvimento do euromercado, ver Ferreira & Freitas (1990).



sistema contemporâneo de finanças liberalizadas e securitizadas, e consolidou-se a globalização financeira.

A terceira fase, iniciada em 1986, caracteriza-se pela abertura e desregulamentação das bolsas de valores dos países centrais, pela generalização da securitização e das operações fora de balanço, pela expansão do mercado de derivativos de balcão, pela crescente diluição das fronteiras entre os mercados de crédito e de capitais e, finalmente, pela incorporação dos “mercados emergentes” no início dos anos 90.

O conjunto de transformações financeiras, subjacente ao processo de globalização – a liberalização e desregulamentação financeiras, a securitização das dívidas, a institucionalização das poupanças e a proliferação das inovações financeiras - surgiu nos Estados Unidos e passou a contaminar os demais países centrais, em ritmos e intensidade diferenciados e, sobretudo, o sistema financeiro internacional, exatamente em função da posição do dólar como moeda-chave e das políticas de desregulamentação e abertura financeiras lideradas por esse país.

Freitas (1997a) ressalta um aspecto importante para a compreensão da origem dessas transformações nos Estados Unidos e/ou em decorrência das atividades internacionais dos grandes bancos americanos: as distintas configurações institucionais e jurídicas dos sistemas financeiros dos países centrais:

*C'est dans ces configurations spécifiques que nous allons chercher l'explication du fait selon lequel les processus de déréglementation, de titrisation des marchés de crédit, de création et de développement des nouveaux instruments financiers et de leurs marchés sont tous nés aux États-Unis et/ou ont été la conséquence des activités internationales développées de façon pionnière par les grandes banques nord-américaines (Freitas, 1997a: 213).*

Essas configurações, que variam expressivamente entre os países, implicam distintos graus de liberdade de ação dos bancos<sup>94</sup>, dentro dos limites fixados pela regulamentação em vigor e, assim, condicionam o espaço e a forma da concorrência bancária<sup>95</sup>. Esta concorrência constitui, na interpretação dessa autora, um elemento explicativo essencial das transformações financeiras recentes, que são, ao mesmo tempo, a expressão e a origem da modificação das formas da concorrência bancária e da intensificação das pressões competitivas sobre os bancos por parte seja dos bancos de investimento, seja dos investidores institucionais, seja das empresas não-financeiras. (Freitas, 1997a).

Enquanto nos Estados Unidos e na Inglaterra, países com sistemas financeiros baseados, historicamente, no mercado de capital<sup>96</sup>, esses limites são muito mais frouxos, devido ao sistema jurídico baseado nas regras do direito comum, de acordo com o qual “tudo que não é proibido é autorizado”, nos países europeus e no Japão, com sistemas baseados seja no mercado de crédito com forte presença estatal, seja no crédito das instituições financeiras privadas, predomina o direito normativo, que codifica num vasto conjunto de normas e regras “tudo que é permitido”.

<sup>94</sup> Vale lembrar o conceito de banco ou instituição bancária: intermediários financeiros que captam depósitos à vista e, assim, tem a capacidade de criar moeda-crédito, o principal meio de pagamento e liquidação dos contratos nas economias capitalistas. Nos países onde prevalecia ou prevalece a segmentação institucional no sistema financeiro, essa capacidade era exclusiva aos bancos comerciais (que, assim, se tornam sinônimos de banco), enquanto as demais instituições financeiras (bancos de investimento, instituições de poupança, etc) são denominadas de não-bancárias. Já nos países onde sempre prevaleceu a forma institucional de banco universal ou múltiplo, essa distinção é irrelevante, pois esse tipo de banco atua não somente no mercado monetário, captando depósitos a vista, criando moeda-crédito e ofertando financiamento de curto prazo, mas também nos demais segmentos do mercado financeiro, como, por exemplo, no mercado de capitais: como bancos de investimento, dão suporte ao processo de fusão e aquisição, são gestores de carteiras e subscritores de ações e títulos de renda fixa; e, como corretoras de valores, atuam na corretagem propriamente dita dessas *securities*.

<sup>95</sup> De acordo com esta autora, o caráter distintivo da concorrência bancária encontra-se no conflito irreconciliável entre a busca de valorização da riqueza pelos bancos e a natureza de bem público da função monetária que estas instituições cumprem nas economias capitalistas. Devido a este conflito, o espaço e as modalidades de concorrência dos bancos são circunscritos nos limites fixados pela regulamentação bancária, que depende da estrutura institucional e jurídica de cada país. Contudo, estes limites não são imutáveis, pois os bancos reagem às modificações do ambiente macroeconômico, institucional e regulamentar nos quais atuam e, assim, provocam mudanças nesse ambiente. Sobre a natureza particular da concorrência bancária, ver também Freitas (1997b).

<sup>96</sup> Zysman (1983) desenvolveu uma tipologia que diferenciou três tipos básicos de sistemas financeiros nos países centrais: o modelo baseado no mercado de capital, também conhecido como anglo-saxão, pois predominava nos Estados Unidos e no Reino Unido, países caracterizados igualmente pela segmentação institucional entre bancos comerciais e de investimento; o modelo baseado no mercado de crédito com forte presença estatal, que incluía países tais como França e Japão, onde vigorava intervenção estatal no financiamento bancário; e o modelo baseado no crédito das instituições financeiras privadas, associado ao caso da Alemanha, onde os bancos universais dominavam (e ainda dominam) o mercado financeiro e exerciam controle sobre a indústria através de relações de propriedade. Com a difusão das transformações financeiras, que se originaram nos Estados Unidos, para os demais países centrais, o quadro institucional no qual se baseava a tipologia de Zysman foi completamente alterado, como ressalta Freitas (1997a).

Assim, nesses últimos países a capacidade de inovação das instituições financeiras é mais limitada, principalmente no que se refere ao contorno da regulamentação em vigor. Conseqüentemente, as estratégias dessas instituições para ampliar seus espaços de valorização em geral não ameaçam o regime monetário e financeiro vigente. São os poderes públicos os principais responsáveis pelo desenvolvimento e introdução de novos instrumentos e procedimentos financeiros<sup>97</sup>. Já nos países anglo-saxões, as instituições financeiras têm um amplo grau de liberdade para contornar as restrições impostas pela regulamentação em vigor. Na prática, essas restrições estimulam a concorrência pela criação de novos instrumentos e dos mercados a eles associados e da introdução de novas práticas, que permitem a ampliação do seu espaço de valorização.

Todavia, existem diferenças importantes entre os sistemas financeiros anglo-saxões que explicam o papel precursor dos bancos americanos vis-à-vis os ingleses. No caso inglês, a especialização no sistema financeiro estava associada mais à tradição e às estratégias concorrenciais definidas no passado, do que a restrições legais. Já nos Estados Unidos, a especialização ou segmentação entre instituições bancárias e não-bancárias foi estabelecida pela estrutura institucional constituída nos anos 30, em resposta à crise financeira que se seguiu ao *crash* de 1929<sup>98</sup>. Esta estrutura também instituiu outros mecanismos de restrição à concorrência entre essas instituições financeiras, como a Regulamentação Q, que fixava um teto para as taxas de juros dos depósitos a prazo e de poupança<sup>99</sup>.

É exatamente a especificidade da configuração jurídica e institucional do sistema financeiro dos Estados Unidos que explica, em grande parte, o surgimento das transformações financeiras recentes nesse país. A partir dos anos 60, essa estrutura financeira, que havia sido funcional para o

<sup>97</sup> Mas, devido às especificidades nacionais, existem diferenças entre os casos francês, japonês e alemão. Sobre essas diferenças, ver Freitas (1997a).

<sup>98</sup> Essa estrutura estabeleceu a separação entre as instituições bancárias e não-bancárias, dentre as quais se destacam os bancos de investimento, as instituições de poupança e os chamados investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento e as seguradoras).

<sup>99</sup> O *Banking Act* (1933) estabeleceu tanto a separação das atividades entre bancos comerciais e de investimento – as seções desta lei referentes à segmentação institucional são conhecidas como *Glass-Steagall Act* – como a Regulamentação Q. Outra forma de restrição à concorrência foi a separação geográfica, estabelecida previamente, em 1927, pelo *McFadden Branch Banking Act*, que restringiu as atividades dos bancos comerciais ao espaço territorial do Estado que concedeu autorização para o seu funcionamento (Freitas, 1997a e Cintra, 1997).

crescimento econômico da economia americana no pós-guerra<sup>100</sup>, começou a ser posta em xeque pela dinâmica da concorrência entre as instituições bancárias e não-bancárias. O novo contexto macroeconômico – caracterizado pelo aumento da inflação e, em seguida, das taxas de juros, devido à adoção de uma política monetária restritiva – foi fundamental para induzir esse processo, pois os tetos de taxas de juros criaram uma importante desvantagem competitiva para as instituições sujeitas à Regulamentação Q, os bancos comerciais e as instituições de poupança, que não podiam oferecer taxas mais elevadas para os depositantes e passaram a perder recursos para os bancos de investimento e os fundos mútuos.

A partir de então, as instituições bancárias e não-bancárias buscaram evadir, constantemente, os limites impostos pela regulamentação em vigor, que restringiam seu espaço de valorização, mediante o desenvolvimento de instrumentos financeiros<sup>101</sup> e a criação de novas instituições<sup>102</sup>. A lógica da concorrência também impulsionou a internacionalização dos grandes bancos americanos. No contexto da política monetária restritiva doméstica dos anos 60, essas instituições expandiram suas atividades internacionais com o objetivo de burlar as restrições e controles existentes nos mercados domésticos e, nesse processo, foram os responsáveis pela introdução de diversas inovações

<sup>100</sup> Como ressalta Cintra (1998:181) “Essa estrutura financeira, ancorada na estabilidade e na rentabilidade do sistema bancário, contribuiu para o longo período de crescimento econômico do pós-guerra. Esse mesmo crescimento, porém, modificou as condições em que tal estrutura institucional operava: sob novas condições, o arranjo institucional que possibilitou a estabilidade transformou-se em obstáculo (...) Em meados dos anos 60, a inflação e as taxas de juros começaram a subir, minando alguns elementos estruturais do sistema financeiro dos Estados Unidos”. Sobre a funcionalidade desta estrutura financeira para o crescimento econômico desse país no pós-guerra, ver também: Guttman (1994).

<sup>101</sup> Um dos primeiros instrumentos financeiros introduzidos foram os certificados de depósito negociáveis, lançado pelo *City Bank* em 1961. Em seguida, a dinâmica da concorrência entre bancos comerciais e as instituições não-bancárias resultou na criação de novos instrumentos de captação – como os fundos mútuos de investimento (*Money Market Mutual Funds*) e as chamadas quase-moedas (*NOW-Accounts*, *Super NOW-Accounts*, etc), Essa dinâmica também impulsionou o surgimento de novos instrumentos de financiamento, típicos dos mercados de capitais, como os *commercial papers*, que eram adquiridos pelos fundos mútuos. Esse processo concorrencial, subjacente à proliferação de novos instrumentos de aplicação e captação contribuiu, decisivamente, para a institucionalização das poupanças e a securitização dos créditos. Essas duas transformações financeiras se auto-reforçam e, como já mencionado, surgiram nos Estados Unidos e, posteriormente, contaminaram o mercado financeiro internacional e, em graus diferenciais, os demais países centrais. Para uma descrição detalhada dos diversos instrumentos financeiros introduzidos no âmbito deste processo concorrencial, ver Freitas (1997a). Sobre os processos de institucionalização das poupanças e securitização nos Estados Unidos, ver: Cintra (1997 e 1998).

<sup>102</sup> Em relação às instituições, vale mencionar a transformação de vários bancos em *Bank Holding Company* (BHC), ao longo dos anos 70. Essa nova forma institucional permitia tanto a evasão da separação geográfica (na forma de *multi-bank BHC*) quanto da segmentação institucional (na forma de *one-bank BHC*) (Freitas, 1997a).



financeiras no euromercado e nos demais centros *off-shore*<sup>103</sup>. Vale lembrar que a eficácia desse processo concorrencial, no sentido de solapar, progressivamente, a institucionalidade monetária e financeira implementada nos anos 30, esteve diretamente vinculada ao sistema jurídico americano, que concede um amplo grau de liberdade para as instituições financeiras, como mencionado acima.

Assim, nos Estados Unidos, o processo de desregulamentação, iniciado nos anos 70 e acelerado nas décadas seguintes, constituiu, em grande medida, uma validação *ex post* das práticas e atividades efetivamente realizadas, mas formalmente proibidas, às instituições bancárias e não-bancárias, além de ter sido condicionado pelas pressões exercidas pelos bancos para a eliminação da segmentação institucional que cerceava seu espaço de valorização<sup>104</sup>. Já nos países europeus e no Japão, apesar das particularidades nacionais, pode-se afirmar que a desregulamentação foi o resultado de uma ação *ex ante*, pró-ativa dos governos para enfrentar as pressões competitivas provenientes do euromercado e do mercado financeiro americano<sup>105</sup> num contexto de crescente mobilidade de capital, como mencionado na seção precedente. Outros condicionantes deste processo foram as necessidades de financiamento de uma dívida pública crescente – caso, por exemplo, da França<sup>106</sup> – e as pressões internacionais para a abertura e modernização dos mercados monetários e financeiros domésticos,

<sup>103</sup> Dentre essas inovações, que se aceleraram após o colapso do sistema de Bretton Woods e o choque do petróleo, vale mencionar os *eurobonds*, o *eurocredit* e o certificado de depósito em euromoedas. Para uma análise da relação entre essa política e o desenvolvimento do euromercado, ver: Freitas (1997a) e Ferreira & Freitas (1990).

<sup>104</sup> Além das instituições em concorrência direta com a atividade de intermediação dos bancos, como os investidores institucionais, estes passaram a enfrentar, igualmente, concorrentes no âmbito do sistema de pagamentos, como as empresas de cartão de crédito ou que operam mecanismos de compensação eletrônica das transações interbancárias (Freitas, 1997a e Ferreira, Freitas & Schwartz, 1998).

<sup>105</sup> Na Alemanha, o processo de desregulamentação foi tímido. As autoridades adotaram somente algumas medidas de liberalização do mercado de capital doméstico, com o objetivo de consolidar Frankfurt como praça financeira internacional, diante dessas pressões competitivas. Sobre o processo de desregulamentação financeira na Alemanha, ver: Freitas (1997a) e Nassuno (1998).

<sup>106</sup> Como ressalta Plihon (1996: 109): “*Les autorités publiques ont libéralisé et modernisé les systèmes financiers pour satisfaire leurs propres besoins de financement, lors que avec l'alourdissement de la dette, les Trésors publics nationaux ne pouvaient plus compter exclusivement sur les investisseurs nationaux*”. Na França, além das pressões competitivas do euromercado e dos mercados financeiros americano e inglês, a necessidade de financiamento da dívida pública foi o principal condicionante das políticas de desregulamentação e abertura financeiras, aceleradas em 1984 (Freitas, 1997a).



como no Japão<sup>107</sup>. Ou seja, as diferenças na dinâmica da concorrência bancária em cada país, condicionadas pelos formatos institucionais e jurídicos dos respectivos sistemas financeiros, explicam algumas das especificidades do processo de desregulamentação financeira dos países centrais, liderado e impulsionado pelos Estados Unidos.

A despeito dessas especificidades, a liberalização e desregulamentação financeiras tiveram um importante desdobramento na maioria desses países, destacado de forma precursora por Aglietta (1995): o aumento da importância dos mercados de capitais vis-à-vis o mercado de crédito bancário e, conseqüentemente, o aprofundamento das finanças de mercado (ou diretas), o qual alterou profundamente o comportamento dos agentes – famílias, empresas e instituições financeiras –, que adquiriu um caráter cada vez mais especulativo<sup>108</sup>. Em outras palavras, esse aprofundamento resultou na predominância da lógica especulativa de valorização da riqueza<sup>109</sup>.

Como já havia ressaltado Keynes (1936), num ambiente caracterizado pela predominância de finanças diretas e liberalizadas, a lógica empresarial torna-se subordinada, enquanto a especulativa

<sup>107</sup> Apesar de o governo japonês ter iniciado o processo de desregulamentação nos anos 70, com o objetivo de desenvolver o mercado de títulos públicos, diante do crescimento contínuo de seu déficit fiscal, esse processo e a abertura do mercado financeiro japonês foram deslanchados somente em 1984, quando da assinatura do Acordo com os Estados Unidos. Assim, o Japão cedeu às pressões do governo americano, que via o isolamento do mercado financeiro japonês como a causa da valorização contínua do iene em relação ao dólar (Freitas, 1997a). Contudo, como ressaltava Helleiner (1994), o Japão, a “potência hegemônica emergente”, também tinha interesse em promover a liberalização da sua conta de capital, para reciclar seu superávit comercial. Sobre as políticas de desregulamentação e abertura financeiras no Japão, ver também Levi (1998).

<sup>108</sup> Vale lembrar a definição de Kaldor (1939) de especulação que se tornou clássica: “compra ou venda de mercadorias com vistas à venda ou compra futura numa data posterior, quando o motivo de tal ação é a antecipação da mudança do preço vigente do bem ou ativo e não os ganhos associados à sua utilização ou às transformações ou transferência entre diferentes mercados”.

<sup>109</sup> É importante esclarecer que a predominância da lógica especulativa não significa que os sistemas monetários e financeiros dos países centrais têm se homogeneizado e convergido em direção ao modelo americano ou anglo-saxão. Como ressaltava Aglietta (2001a:90): “*Ces évolutions ne justifient pas le pronostic d’une convergence inéluctable de tous systèmes financiers vers le système américain*”. Nesse mesmo sentido, Miranda (1997 :244) afirma que “(...) a finança direta não sobrepujou a intermediação clássica nos mercados nacionais de crédito dos países desenvolvidos muito embora os bancos e as demais instituições financeiras lancem mão da securitização para ganhar flexibilidade na administração dos seus portfólios”. Contudo, em âmbito internacional, a intermediação clássica “restringiu-se em relação aos processos de securitização”, como se destacará a seguir. Vale mencionar que um dos principais exemplos da não-convergência é a Alemanha. Como ressaltava Aldrich (1999:1), na sua análise da estrutura financeira e dos mecanismos de governança das empresas alemãs nos anos 90, “a despeito das significativas transformações no modo como as empresas alemãs são financiadas e controladas, o contraste com o modelo anglo-saxão é ainda muito marcante para corroborar a suposição de uma rápida convergência”.

revela-se dominante. Na terminologia do *Treatise on Money*<sup>110</sup> (Keynes, 1930), a circulação financeira passa a predominar sobre a industrial. Isto porque, nesse contexto, os investimentos não são mais realizados devido à sua capacidade de produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor inicial desembolsado, mas em função do ganho de capital que podem gerar, a partir da expectativa de variação do valor de mercado do ativo no curto prazo, em geral desvinculada dos fundamentos. Em outras palavras, os agentes, nas suas decisões de alocação da riqueza, passam a ser guiados pela lógica especulativa, na medida em que procuram “*prever a psicologia do mercado*”, ou seja, a “*opinião média do mercado*”, a qual determina os preços dos ativos financeiros<sup>111</sup>.

A dominância da esfera financeira de valorização sobre a produtiva no capitalismo contemporâneo tem sido ressaltada por vários autores heterodoxos, a partir de diferentes abordagens teóricas, como Chesnais (1994, 1996, 1997, 2000 e 2002), Serfati (2000) e Duménil & Lévy (2000)<sup>112</sup>, Guttman (1996) e Plihon (1996)<sup>113</sup>, Orléan (1999)<sup>114</sup> e Braga (1993 e 1997), entre outros. De acordo com este último autor, esta dominância reflete a emergência de um novo padrão de gestão da riqueza, denominado de “*financeirização*”, que também pode ser entendida como “*uma norma de ação dos*

<sup>110</sup> Keynes, no *Treatise on Money* (1930), distinguiu duas esferas de circulação da moeda, a industrial e a financeira. Na esfera industrial, além de unidade de conta, a moeda funciona como um meio de troca, viabilizando a circulação dos bens, e como meio de liquidação dos contratos e dívidas. Já na esfera da circulação financeira, a moeda é demandada pelo motivo especulação, ou seja, os agentes demandam moeda para lucrarem a partir das oscilações dos preços dos títulos e ativos de capital e para a aquisição de ativos financeiros.

<sup>111</sup> Como destaca Orléan (1999), na abordagem keynesiana, os preços dos ativos financeiros não refletem os fundamentos mas as convenções prevalentes nos mercados financeiros, ou seja, a “*opinião média do mercado*”.

<sup>112</sup> Esses três autores adotam uma abordagem marxista. Vale mencionar que Chesnais e Serfati utilizam o termo “*capital fictício*” para caracterizar a dominância da acumulação financeira sobre a produtiva. Ademais, Chesnais “*toma emprestado*” dos regulacionistas o termo “*regime de acumulação*” (como ele mesmo esclarece no artigo de 2002) e afirma que, desde os anos 80, emergiu um novo regime de acumulação “*mundializado com dominância financeira*”, porque em função “*du pouvoir de la finance, ce sont les priorités du capital-argent de placement – et non plus celles du capital industriel – qui commandent le mouvement d’ensemble de l’accumulation*” (Chesnais, 2000:50). Já Duménil & Lévy (2000) ressaltam que essa dominância da esfera financeira sobre a produtiva no capitalismo contemporâneo reflete a reemergência da hegemonia das finanças. Pois, durante o padrão libra-ouro, as finanças também eram hegemônicas, como destacou Polanyi (1944).

<sup>113</sup> Guttman (1996) e Plihon (1996) adotam uma abordagem regulacionista e mostram a relação entre a emergência de um novo regime de acumulação e as transformações no sistema monetário e financeiro internacional após o colapso de Bretton Woods. Na abordagem regulacionista, a crise e o colapso desse sistema e a emergência de um novo sistema monetário e financeiro internacional fazem parte de um processo mais geral: a crise do regime de acumulação fordista.

<sup>114</sup> Orléan, um dos integrantes da chamada escola da regulação francesa, no seu livro *Le Pouvoir de la Finance* parte dos conceitos de especulação e liquidez de Keynes para elaborar uma teoria da “*autonomia das finanças*”. De acordo com Chesnais (2002:6): “*Avant la parution du Pouvoir de la finance d’André Orléan, la seule présentation (de la théorie de l’autonomie de la finance) se trouvait chez Marx*”.

vários agentes econômicos” (Carneiro, 1999:61). Neste padrão, que surgiu nos Estados Unidos e se difundiu, progressivamente, para os demais países centrais e para o sistema financeiro internacional<sup>115</sup>, a especulação tornou-se sistêmica e não apenas um momento dos ciclos e tem caracterizado as ações de todos os agentes econômicos relevantes:

*Trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural própria, segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores (...) mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dos dispêndios públicos, modificado a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado (Braga, 1997:196).*

Em âmbito nacional, o predomínio da acumulação financeira sobre a produtiva resultou numa nova dinâmica macroeconômica nos países centrais, cuja expressão principal é o denominado ciclo de ativos. Como ressalta Aglietta (1995), após os processos de liberalização e/ou desregulamentação financeiras dos anos 80, as famílias e empresas passaram a deter uma proporção crescente de ativos financeiros em seus patrimônios, cuja evolução passou a condicionar suas decisões de gasto, provocando uma mudança no perfil do ciclo econômico doméstico: este se tornou subordinado ao ciclo financeiro, determinado, por sua vez, pela interação entre a valorização (desvalorização) dos ativos e o crédito bancário<sup>116</sup>.

Em outras palavras, os ciclos econômicos passaram a ser determinados pela evolução dos preços dos ativos financeiros, e não mais pela dinâmica dos investimentos produtivos e pela evolução dos preços dos ativos instrumentais. Ou seja, a hipótese de Minsky (1986) – de subordinação dos mercados de ativos financeiros aos mercados de ativos produtivos – não é mais válida. Mas, assim

<sup>115</sup> Vale esclarecer que esse novo padrão de gestão da riqueza, associado à reemergência de um ambiente de finanças liberalizadas, não “contaminou” da mesma forma todos os países. O grau de difusão desse padrão está diretamente associado ao grau de aprofundamento das finanças de mercado que, dependeu, por sua vez, da intensidade dos processos de liberalização e desregulamentação financeiras em cada país, entre outros fatores (como as especificidades dos sistemas financeiros domésticos). Novamente, pode-se citar o exemplo da Alemanha. Nesse país, onde esses processos foram menos intensos, a “financeirização” dos agentes continua sendo menor que nos países anglo-saxões (Aglietta, 2001a).

<sup>116</sup> Para uma análise detalhada da nova dinâmica macroeconômica e dos ciclos econômicos nos países centrais ver, além de Aglietta (1995 e 2001a), Coutinho & Belluzzo (1996 e 1998). Esses autores, apoiando-se na análise daquele autor, procuram contribuir para a formulação de uma nova macroeconomia aberta, sob a dominância do ciclo de ativos financeiros.

como no ciclo *minskyano*, a expansão cíclica inicia-se com a ampliação do poder de compra pelo sistema bancário mediante o aumento do crédito. Todavia, este agora se destina, sobretudo, para atividades especulativas (como a compra de ativos mobiliários e imobiliários).

Como mostra Freitas (1997a), a liberalização e/ou desregulamentação financeiras afetaram não somente o comportamento das famílias e empresas, mas também as estratégias dos bancos, ao alterar profundamente seu ambiente concorrencial. Os bancos se depararam com maiores pressões concorrenciais, devido à emergência de novos competidores em segmentos antes exclusivos a essas instituições e, ao mesmo tempo, com novas oportunidades de valorização de seu capital dada a maior liberdade de atuação num contexto liberalizado. Nesse contexto, para evitar a queda das margens de lucro e conquistar novas fontes de rentabilidade, essas instituições diversificaram suas atividades, mediante a introdução de inovações financeiras (como a administração do passivo e a securitização) e passaram a privilegiar o financiamento das atividades especulativas dos agentes econômicos (ou deles mesmos), seja nos mercados de ativos financeiros, seja nos mercados de ativos reais<sup>117</sup>.

O ambiente de finanças liberalizadas também reforçou o comportamento pró-cíclico típico dos bancos, qual seja: expandir excessivamente o crédito e subestimar os riscos envolvidos na fase ascendente do ciclo econômico, agora dominado pela dinâmica financeira. Neste ciclo econômico, a expansão do crédito bancário alimenta a inflação de ativos que, por sua vez, estimula ainda mais o endividamento dos agentes, devido ao efeito-riqueza. No caso das famílias, o consumo deixa de ser uma função estável da renda (como prevê a função-consumo keynesiana), pois a posse crescente de ativos financeiros amplia o efeito-riqueza e provoca uma desconexão entre o gasto corrente e a renda. Esse efeito é ampliado pelo aumento do endividamento, associado à valorização da riqueza financeira. Em contrapartida, na reversão do ciclo<sup>118</sup>, diante da restrição financeira provocada pela

<sup>117</sup> As novas estratégias concorrenciais dos bancos resultaram num aumento da fragilidade financeira e dos riscos sistêmicos, que culminou em crises bancárias no final dos anos 80 e início dos 90 em vários países centrais. Essas crises estiveram diretamente associadas aos ciclos especulativos nos mercados de ativos financiados pelo crédito bancário (Freitas, 1997a e Aglietta, 1995). Apesar das especificidades nacionais, em todos os casos a ampliação da liberdade de atuação dos bancos não foi acompanhada pelo aperfeiçoamento da supervisão e da regulamentação prudencial, que seria fundamental para cercear essa liberdade e, assim, conter os efeitos desestabilizadores inerentes à atividade bancária. Este ocorreu tardiamente, após a explicitação da fragilidade financeira (Freitas, 1997a).

<sup>118</sup> O momento de reversão do ciclo financeiro é desconhecido *a priori*. A reversão é provocada por um acontecimento súbito e inesperado – como um aumento da taxa de juros – que resulta na deflação dos preços dos ativos, seguida pela contração do crédito (Coutinho & Belluzzo, 1998).



queda do preço dos ativos e pelo aumento do serviço das dívidas, as famílias procuram aumentar sua poupança financeira - e, assim, reduzem o consumo - como forma de compensar a queda naquela riqueza. Dessa forma, as famílias deixam de desempenhar o papel estabilizador observado nas recessões precedentes. Pelo contrário, reforçam a fase descendente do ciclo<sup>119</sup>.

O efeito-riqueza também afeta as decisões de gasto das empresas, devido ao peso crescente da riqueza financeira em seus patrimônios. A valorização do preço dos ativos reduz a razão dívida/capital próprio e, assim, permite às empresas expandirem o endividamento e os investimentos produtivos, sem o conseqüente aumento da fragilidade financeira. De maneira simétrica, a deflação dos ativos induz uma contração dos investimentos, com o objetivo de elevar a taxa de autofinanciamento e, assim, recompor aquela razão.

Todavia, no caso das empresas, os impactos da financeirização não se restringem à influência crescente do comportamento de seu portfólio de ativos financeiros sobre a produção corrente e o investimento produtivo. Uma das dimensões centrais do novo padrão de gestão da riqueza é a presença dos investidores institucionais como acionistas das empresas, que tem transformado as relações em seu interior mediante a adoção das regras de gestão ou de “governança corporativa” (*corporate governance*) anglo-saxãs, que estimulam os executivos a administrar a empresa com o objetivo de criar “valor acionário”, isto é, aumentar o valor bursátil da empresa para maximizar a riqueza dos acionistas<sup>120</sup> (Cintra, 1997). Na realidade, essa é a modalidade de interpenetração entre indústria e finanças típica dos países anglo-saxões e, especialmente, dos Estados Unidos, que se caracteriza pela detenção de pacotes de ações pelas instituições financeiras, particularmente pelos fundos de pensão, com o objetivo de auferir rendimentos financeiros elevados e com liquidez a curto prazo. Contudo, de acordo com Plihon (2000), em função da participação acionária crescente dos investidores institucionais ingleses e norte-americanos nas empresas européias, esses princípios têm

<sup>119</sup> Como ressalta Aglietta (1995), numa recessão econômica padrão, a poupança das famílias comporta-se de forma contra-cíclica. Diante de uma queda da demanda efetiva que reduz sua receita, esses agentes reduzem sua poupança financeira com o objetivo de preservar o nível de gastos correntes.

<sup>120</sup> A hipótese subjacente ao modelo anglo-saxão de gestão é que os acionistas e os executivos das empresas têm interesses contraditórios, e que estes procuram privilegiar seus interesses a partir das informações privilegiadas que possuem. As novas formas de gestão buscam exatamente diminuir as “assimetrias de informação” entre estes agentes e induzir os executivos a priorizar como estratégia de gestão a maximização do valor de mercado das ações (Plihon, 2000). Sobre as características do modelo anglo-saxão de “governança corporativa”, ver também Cintra (1997) e Aglietta (2001a).



contaminado igualmente a gestão dessas empresas, não se restringindo mais às corporações anglo-saxãs.

Assim, a lógica especulativa entranhou-se, profundamente, no comportamento do conjunto de agentes econômicos e passou a condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, endividamento, concessão de crédito, etc. Contudo, essa nova forma de gestão da riqueza não ficou circunscrita às fronteiras nacionais. Pois, são as decisões de alocação da riqueza financeira desses agentes - investidores institucionais, que gerem as poupanças das famílias, grandes bancos e empresas multinacionais – que ditam a direção e as características das diversas modalidades de fluxos de capitais, os quais se descolaram dos fluxos de comércio e produção mundiais.

Em outras palavras, a lógica especulativa imprime um perfil volátil e curto-prazista aos fluxos de capitais de forma geral, o que não implica inexistência de uma hierarquia em termos de volatilidade entre as diferentes modalidades de fluxos. Testes estatísticos realizados por Turner (1991) sugerem o seguinte *ranking*: investimento externo direto, investimento de portfólio e empréstimos de curto prazo. No entanto, como ressalta Carneiro (1999: 75):

*Embora a hierarquia proposta acima seja aceitável, ela omite um aspecto central da questão, que é o aumento da volatilidade para todos os tipos de fluxos de capitais em razão da dominância da acumulação financeira sobre a produtiva. Ou seja, na medida em que a lógica especulativa contamina em maior ou menor grau os agentes responsáveis pelo movimento de capitais, estes tornam-se intrinsecamente voláteis. A instabilidade dos fluxos de capitais parece ser, portanto, um elemento bastante característico do processo de globalização.*

A extrema volatilidade dos preços-chave (taxas de câmbio e de juros) - que tem caracterizado o sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods, como ressaltado na seção precedente - contribuiu, igualmente, para a generalização da lógica especulativa<sup>121</sup>. Nesse contexto, a formação de expectativas sobre a evolução desses preços tornou-se “uma necessidade quase imperativa para os agentes na condução normal de suas atividades” (Farhi, 1999:103). Ou seja, a antecipação “da psicologia do mercado” passou a guiar a ação de todos os agentes econômicos relevantes que atuam em âmbito internacional – empresas multinacionais, grandes bancos e

---

<sup>121</sup> Como destaca Guttman (1994), o crescimento espetacular do euromercado, enquanto uma rede desregulamentada de bancos internacionais emissores de moeda de crédito privada, também contribuiu para o crescimento das atividades especulativas.

investidores institucionais<sup>122</sup> –, contaminando as diversas modalidades de fluxos de capitais: investimento direto externo (IDE), fluxos de crédito bancário e investimentos de portfólio.

A nova forma de atuação dessas empresas, ditada pela “financeirização”, resultou no aumento da importância dos fluxos de IDE associados a fusões e aquisições de empresas, que constituem operações patrimoniais de valorização da riqueza, inerentemente mais voláteis que o chamado *greenfield investment* (implantação de novas plantas). Como esclarece Kregel (1996:35), as definições oficiais de investimento direto externo “*parecem ignorar a facilidade com que os investidores de países desenvolvidos assumem e abandonam o controle de companhias através de fusões e aquisições. Nos mercados financeiros atuais, as companhias parecem ter-se tornado commodities, que são negociadas diariamente nos mercados*”.

Além dessa mudança na composição dos fluxos de IDE a partir dos anos 80, no contexto da globalização financeira mesmo o *greenfield investment* não é necessariamente menos líquido e, assim, menos volátil, do que as demais modalidades de fluxos de capitais e pode gerar, igualmente, pressões sobre o mercado de câmbio dos países receptores. Kregel (1996: 35-37) esclarece, igualmente, essa questão. De acordo com esse autor, nesse contexto “*todos os investimentos tornaram-se líquidos e todo investimento implicará um certo grau de hedging*” (Kregel, 1996:36-37). Isto porque, as inovações financeiras recentes – com destaque para os derivativos –, além de contribuírem para a diluição das fronteiras entre os investimentos de curto e longo prazos (ou permanentes), possibilitam a realização de operações de *hedge* contra os riscos cambiais associados, as quais também implicam fluxos financeiros de curto prazo<sup>123</sup>:

<sup>122</sup> Alguns economistas, como Bourguinat (1995), defendem que em função da generalização da lógica especulativa ou do “espírito especulativo” as fronteiras entre as operações de especulação, arbitragem e *hedge* nos mercados financeiros têm se tornado cada vez mais imperceptíveis. Farhi (1999) critica essa visão e propõe um novo conceito de especulação, que considera mais adequado para a dinâmica atual dos mercados financeiros. A seguinte definição é proposta por essa autora: “(...) *consideramos como especulação as posições líquidas, compradas ou vendidas, num mercado de ativos financeiros (à vista ou de derivativos) sem cobertura por uma posição oposta no mercado com outra temporalidade no mesmo ativo, ou num ativo efetivamente correlato*” (Farhi, 1999:104). Este conceito permite o estabelecimento de diferentes níveis de especulação, que variam de acordo com o grau de alavancagem das carteiras.

<sup>123</sup> Um estudo do Banco Mundial (Claessens, Dooley & Warner), citado por Kregel (1996), também ressalta a maior volatilidade dos fluxos de investimento direto após os anos 80. Já um estudo do FMI (Folkerts-Landau & Ito, 1995) ressalta que os fluxos de capitais associados às remessas de lucros e dividendos também se tornaram mais voláteis devido ao processo de globalização financeira, que ampliou o seu grau de mobilidade e, conseqüentemente, a sua volatilidade potencial.

*As empresas de um país mantêm seus balancetes em moeda doméstica, e investimentos estrangeiros representam riscos monetários da mesma forma que qualquer uso de reserva monetária da companhia. Isso significa que a eles também se aplicarão mecanismos de hedging. O simples fato de os investimentos representarem ativos reais e produtivos não significa que os riscos de câmbio (...) serão ignorados. Estando os riscos cobertos serão produzidos fluxos transfronteiras que, por sua vez, produzirão pressão no mercado de câmbio (...).*

Já os fluxos de crédito bancário, cuja importância não deve ser negligenciada, passaram a ter um perfil cada vez mais de curto prazo. No ambiente de globalização financeira, esses fluxos se movem em direção contrária aos fluxos não-bancários nos períodos de normalidade, adquirindo um caráter compensatório e especulativo intrínseco. Ademais, revelaram-se fundamentais para a estruturação não somente das operações de *hedge* mencionadas acima, mas também de posições de risco em diferentes moedas (ou ativos denominadas em moedas distintas), envolvendo derivativos, como mostra Kregel (1994) na sua análise da crise do SME. Conforme destaca Carneiro (1999), “....a peculiaridade das instituições bancárias, em especial as transnacionais, está em poder atuar simultaneamente em vários sistemas monetários nacionais”.

Assim, apesar da existência de diferentes graus de liberdade de atuação nesses sistemas (dependendo dos limites de exposição em moeda estrangeira e da autorização ou não de empréstimos em moeda estrangeira), os bancos têm a capacidade de efetuar a cobertura contra o risco cambial de qualquer tipo de transação (comercial, financeira, com derivativos), mas podem, igualmente, optar por ficarem descasados diante da trajetória esperada das taxas de juros e de câmbio, o que reflete uma atitude especulativa.

Já os investimentos de portfólio - compras e vendas de ações e títulos de renda fixa, além das fronteiras -, que constituem os fluxos de capitais característicos do sistema financeiro internacional globalizado, têm uma natureza inerentemente especulativa, pois são motivados por ganhos de curto prazo e não por considerações de longo prazo, que resultam, por sua vez, em intensas oscilações dos preços dos ativos e do câmbio. O aumento da importância dessa modalidade de fluxo a partir dos anos 80 esteve diretamente associado à atuação dos investidores institucionais, predominantemente

americanos e ingleses<sup>124</sup>, que “*procuram otimizar globalmente seus rendimentos financeiros líquidos mediante operações que visam antecipar as variações dos preços dos ativos nos diferentes mercados*” (Cintra, 1997).

Contudo, a lógica especulativa dos fluxos de portfólio não decorre, somente, da atuação dos fundos de investimento e dos fundos de pensão, cujos gestores são dominados por uma lógica patrimonialista, com ênfase na performance do portfólio<sup>125</sup>. Ao lado desses investidores institucionais, os bancos e as grandes empresas são agentes igualmente protagonistas do mercado internacional de capitais.

Os bancos tiveram um papel fundamental na expansão desse mercado: além de terem securitizado uma parte significativa de seus empréstimos com o objetivo de dividir o risco com o devedor e aumentar o giro do ativo bancário no contexto da crise da dívida dos anos 80 (Ferreira & Freitas, 1990), essas instituições constituem um dos principais responsáveis pela transferência de recursos entre agentes deficitários e superavitários. Como esclarece Freitas (1997a), a importância crescente desses mercados e o avanço da securitização não significaram uma desintermediação financeira (como defendem vários economistas, inclusive heterodoxos) mas numa nova forma de intermediação

<sup>124</sup> Sobre o papel dos investidores institucionais americanos e ingleses no surgimento das finanças globalizadas, ver Farnetti (1996). Vale mencionar que, apesar de a institucionalização das poupanças ser uma tendência observada nos países centrais de forma geral pois está associada a fatores estruturais – como o envelhecimento da população e a crise do *Welfare State*, que estimulou os governos a conceder vantagens fiscais aos fundos de pensão privados –, suas características (tipo de instituição que predomina) e dimensão (participação no volume total de ativos financeiros) variam consideravelmente entre os países, devido a diversos fatores, dentre os quais: o diferente tratamento fiscal concedido a esses fundos; as restrições legais às aplicações dos fundos de pensão e seguradoras; as características institucionais dos respectivos sistemas financeiros; e a intensidade da desregulamentação. Esse fenômeno, típico do modelo anglo-saxão, continua sendo mais pronunciado na Inglaterra e, principalmente, nos Estados Unidos, país de origem dos principais fundos de investimento e de pensão em termos de volume de capital. Sobre o processo de institucionalização das poupanças nos países centrais, ver Freitas (1997a). Sobre o impacto da participação crescente dos fundos de pensão no mercado de capitais americano, ver Cintra (1997) e Barber & Ghilarducci (1993).

<sup>125</sup> Os fundos de pensão também passaram a apresentar um comportamento cada vez mais especulativo na medida em que a remuneração de seus gestores passou a depender de critérios de performance. A esse respeito, ver Freitas (1997a) e Barber & Ghilarducci (1993). A atuação dos administradores dos fundos (dos *money managers*) de acordo com seus próprios interesses, para preservar seus empregos e salários, foi igualmente enfatizada por Minsky (1992). Mas, a lógica patrimonialista caracteriza, sobretudo, os fundos de pensão anglo-saxões, que buscam valorizar seus ativos industriais pelos mesmos critérios que seus ativos financeiros (Chesnais, 1996). De acordo com Farnetti (1996), os fundos de pensão americanos e britânicos não aplicam seus recursos em operações de empréstimos, enquanto que, em função do modelo dominante de relação banco-indústria, os fundos de pensão alemães direcionam para esse fim 36% dos seus ativos e os fundos japoneses 13%. Vale mencionar que essa lógica de investimento dos fundos de pensão americanos também está associada à sua maior liberdade de aplicação, vis-à-vis as seguradoras. Enquanto esses fundos são regidos pela regra do “homem prudente”, que concede grande autonomia aos gestores, as seguradoras são submetidas a uma regulamentação mais rígida, que cerceia sua política de investimento (Freitas, 1997a).



financeira, caracterizada pela predominância dos ativos financeiros negociáveis tanto no passivo quanto no ativo dos bancos<sup>126</sup>:

*Ce qui a changé c'est le type d'actif financier utilisé como véhicule de cet transfert. Du côté créancier des institutions financières, les actifs non-négociables ont cédé leur place aux divers genres d'actifs négociables, tandis que, du côté débiteur, les dépôts bancaires et les dépôts traditionnels d'épargne ont perdu de l'importance face aux quote-parts des fonds de placements collectif sur les valeurs mobilières et sur le contrats de pension et pécule. En même temps, les banques sont les agents plus importants des marchés d'opérations hors-bilan, surtout celles associés au produits dits dérivés (Freitas, 1997a: 403-404).*

No mercado internacional de capitais, os bancos atuam de forma direta - comprando e vendendo *securities*, administrando as carteiras de grandes investidores, estruturando operações com derivativos financeiros<sup>127</sup> - e indireta, mediante a concessão de empréstimos aos investidores e intermediários financeiros que atuam nesse mercado (Guttmann, 1996). Essa atuação indireta é fundamental para garantir a liquidez dos mercados de ativos, já que os bancos comerciais ou universais funcionam como *market makers* e são os únicos que têm acesso ao meio de pagamento em última instância, a moeda emitida pelo banco central (Aglietta, 1995).

As empresas transnacionais também se tornaram importantes atores do mercado internacional de capitais<sup>128</sup>. Essas empresas passaram a deter um estoque significativo de moedas conversíveis, derivativos e títulos estrangeiros. Como ressalta Braga (1997), a liquidez que elas manejam se tornou estratégica, isto é, significa a posse permanente de estoques de moedas, quase-moedas e ativos financeiros domésticos e estrangeiros, ao invés de uma preferência pela liquidez conjuntural, que se revela fundamental não somente para viabilizar as operações de *hedge* num contexto de instabilidade dos preços-chave, mas também para a valorização do capital na esfera financeira:

*Essas corporações são agentes ativos da financeirização, ocupando posições determinantes na circulação monetário-financeira mundial, ao lado dos grandes bancos*

<sup>126</sup> A securitização e o crescimento das operações fora de balanço reduzem o risco de liquidez, que sempre caracterizou a atividade bancária, mas ao implicar aumento da participação dos ativos financeiros (ações, títulos de renda fixa, derivativos) nos balanços, tornou a rentabilidade dessas instituições vulnerável à evolução das cotações e, assim, ao ciclo de ativos (Freitas, 1997a e Aglietta, 1995).

<sup>127</sup> O fato de as operações com derivativos não serem registradas no balanço, isto é, serem operações fora do balanço (*off- balance-sheet*), é uma das causas da subestimação do envolvimento dos bancos nos mercados financeiros internacionais contemporâneos (Carneiro, 1999).

<sup>128</sup> Sobre a atuação das empresas nos mercados cambiais e derivativos, ver Serfati (1996)



*e demais organizações. Dessa maneira, influenciam decisivamente a evolução de parâmetros de rentabilidade, como as taxas de juros, as taxas de câmbio, as taxas de capitalização das bolsas de valores, os índices de valorização patrimonial. Suas articulações com o sistema financeiro tornam-nas também atores preponderantes na distribuição internacional do crédito em geral, e da liquidez, além do seu já conhecido papel na geografia da alocação dos investimentos fixos e do progresso tecnológico, bem como nas características do comércio internacional (Braga, 1997:221).*

Braga (1997:199) também esclarece as interações entre o novo padrão de gestão da riqueza e a dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, ou seja, da globalização financeira:

*No plano internacional, esse padrão de riqueza se exercita, concretamente, no mercado de capitais (lato sensu), mundialmente integrado, composto por ações, bônus e títulos financeiros em geral, públicos e privados, representantes da grande massa de riqueza mobiliária, desproporcional face à riqueza real, produtiva. Estes títulos impulsionam uma circulação cambial de corte estritamente financeiro num sistema plurimonetário em que o dólar, moeda em que aqueles títulos são majoritariamente denominados, ocupa a posição dominante. Esta circulação determina um movimento interdependente de taxas de câmbio e taxas de juros, uma vez que suas variações estabelecem as rentabilidades dos ativos financeiros e as modificações dos valores patrimoniais nos diferentes mercados nacionais globalizados. Com isto, o que se configura, 'em definitivo', é o regime de taxas flexíveis de câmbio, como aquele pertinente à lógica financeirizada, que, combinado com os juros e a capitalização em bolsas de valores estabelecem, predominantemente, os critérios de valorização e desvalorização da riqueza.*

Assim, o sistema financeiro internacional globalizado caracteriza-se pelo predomínio do mercado de capitais ou de "finanças diretas", que tem uma dinâmica específica e significativamente diferenciada do sistema de crédito que predominava até a década de 70<sup>129</sup>. Enquanto nesse sistema, o relevante era a manutenção dos fluxos financeiros pelos bancos comerciais e pelo Banco Central, nos mercados de capitais o fundamental é a avaliação permanente dos estoques pelos agentes. Sendo assim, as tensões de iliquidez do sistema e inadimplência dos devedores implica queda dos preços dos ativos, o que

<sup>129</sup> A nova organização das finanças responde a uma demanda dos agentes dominantes do jogo financeiro, tanto credores quanto devedores (Plihon, 1996). Do lado da demanda, o aumento das taxas de juros reais e a redução das taxas de inflação diminuíram o prêmio de risco associado às aplicações em títulos, que envolvem um elevado risco de mercado, ao mesmo tempo em que aumentaram as desconfianças em relação à qualidade dos ativos bancários. Do lado da oferta, o financiamento por meio da emissão de *securities* tornou-se uma alternativa mais barata e flexível vis-à-vis os empréstimos bancários. Além da redução do *funding* dos bancos devido à crescente concentração da liquidez internacional nos portfólios dos investidores institucionais, a crise da dívida externa os tornou mais cautelosos na concessão de empréstimos (Ferreira & Freitas, 1990).

torna as novas formas de manutenção da riqueza intrinsecamente deflacionárias, ao contrário das tendências inflacionárias do sistema de crédito (Belluzzo, 1995).

Vale ressaltar dois traços adicionais característicos desses mercados, intrinsecamente relacionados. Em primeiro lugar, a preferência exacerbada pela liquidez. Estes mercados, cuja operação depende de conjecturas a respeito da evolução do preço dos ativos, são avessos à iliquidez e aos compromissos de longo prazo, apesar das técnicas de cobertura e distribuição de riscos, ou até por causa delas (Belluzzo, 1997). Como anunciado na seção precedente, a dinâmica do mercado financeiro internacional globalizado constitui um dos determinantes da maior preferência pela liquidez dos agentes em âmbito internacional. O segundo traço é a predominância da lógica especulativa. Como destacam Coutinho & Belluzzo (1996:131-132),

*É um truismo afirmar que estes mercados são intrinsecamente especulativos, uma vez que as posições 'compradas' e 'vendidas' são sempre tomadas em relação às expectativas de variação de preços dos ativos cujos estoques já existentes determinam as condições de formação dos preços dos fluxos de novas emissões. O problema é que nestes mercados dominados pela 'lógica dos estoques' a especulação não é estabilizadora nem autocorretiva (...) pois a coexistência entre incerteza, assimetria (de poder e de informação) e mimetismo freqüentemente dá origem a processos auto-referenciais, instáveis e desgarrados dos fundamentos.*

Num contexto de assimetria de informação e poder, opiniões divergentes, incerteza e preferência pela liquidez estruturalmente mais elevada – devido não somente ao predomínio das finanças de mercado, mas também às características do padrão “dólar flexível, financeiro e fiduciário”, como mencionado na seção anterior – os protagonistas nesses mercados (fundos mútuos e de pensão, grandes bancos e tesouraria das grandes empresas) são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação convencionada sobre o comportamento dos preços e são os formadores de convenções. Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores de menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços (Coutinho & Belluzzo, 1996). Nos termos de Orléan (1999), as ações dos agentes são guiadas pela racionalidade “autoreferencial”, que resulta na predominância de comportamentos miméticos ou de manada.

Dois fatores reforçam o comportamento de manada inerente à lógica de funcionamento dos mercados financeiros globalizados. Por um lado, a própria estrutura de incentivos dos administradores dos fundos mútuos e de pensão. Se um gestor de um fundo particular é o único a tomar uma decisão

equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia revela-se incorreta *ex post*, mas foi adotada por todo o mercado, o erro é coletivo e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate. Por outro lado, o *trade-off* entre diversificação e informação no contexto atual de globalização financeira<sup>130</sup> (Griffith-Jones, 1996).

A lógica especulativa intrínseca aos mercados de capitais liberalizados e globalizados acentuou-se ainda mais na década de 90, com a intensificação de algumas tendências já presentes nesses mercados a partir de 1986, quando se inaugura a terceira etapa da globalização financeira. Dentre essas tendências, destacam-se, além do aprofundamento das finanças de mercado, com a progressiva “indiferenciação” das atividades exercidas por instituições bancárias e não-bancárias (Carneiro, 2002a), a expansão do mercado de derivativos de balcão, o surgimento de novos instrumentos de crédito<sup>131</sup>, a difusão das novas práticas de gestão de recursos, baseadas na alavancagem (cujos precursores foram os *hedge funds*) e a influência crescente das classificações de risco de crédito das agências de *rating* (Farhi, 2002) Como ressalta Farhi (2002:3):

*Os novos instrumentos financeiros, em especial os mercados de derivativos de balcão, abriram caminho para novas práticas, como a alavancagem das carteiras. Os derivativos, os novos instrumentos de crédito e as carteiras alavancadas constituíram poderosos canais de transmissão e de contágio, em escala internacional, das instabilidades financeiras e cambiais inicialmente localizadas. As repercussões dessas instabilidades foram potencializadas pela atuação das agências de classificação de riscos que contribuíram para acentuar as bruscas elevações da volatilidade (...).*

Em relação aos derivativos de balcão, Farhi (2002) mostra seu efeito de “lente de aumento” da natureza dual dos derivativos. Ao mesmo tempo em que, no âmbito microeconômico, esses

<sup>130</sup> Vale lembrar que esse *trade-off* é a explicação do comportamento de manada no modelo de Calvo & Mendonza (1997). Contudo, na perspectiva heterodoxa adotada nesse capítulo, esse *trade-off* somente acentua esse comportamento, que é intrínseco à lógica de funcionamento dos mercados financeiros líquidos e liberalizados.

<sup>131</sup> Freitas (1997a) ressalta que a expansão do mercado de derivativos de balcão e de novos instrumentos de crédito esteve associada às pressões das autoridades de regulamentação nacionais e internacionais para o fortalecimento dos fundos próprios dos bancos e para o aperfeiçoamento das técnicas de medidas de risco. Nesse contexto, essas instituições, pressionadas pela dinâmica concorrencial e pela ameaça de queda das margens de lucro, desenvolveram essas inovações financeiras que, por constituírem operações não-registradas em balanço, possibilitaram a evasão das regras de capital mínimo até a adoção do Acordo da Basileia de 1988. Este acordo, que incluiu essas operações nas regras de provisionamento de capital, fixou um prazo até 1992 para que os bancos se adaptassem à exigência de manter um capital mínimo de 8% dos ativos registrados e não-registrados no balanço ponderados de acordo com o risco. Já a generalização do uso desse tipo de derivativo esteve associada à fragilização financeira dos sistemas bancários dos países financeiros após a deflação do ciclo de ativos no início dos anos 90, como destaca Miranda (1997).

instrumentos feitos “sob medida” possibilitaram uma cobertura de riscos muito mais precisa e abrangente do que nos mercados organizados, em termos macroeconômicos, retirou desses mecanismos sua capacidade de coordenação das expectativas dos agentes – já que os produtos negociados no mercado de balcão não têm cotação oficial –, e potencializou sua dimensão disruptiva, ou seja, o potencial de exacerbar a volatilidade e a instabilidade dos mercados, devido às demais características desses instrumentos<sup>132</sup>.

O crescimento surpreendente dos mercados de derivativos de balcão e o aprofundamento das novas técnicas de gestão de recursos, baseadas na utilização cada vez mais generalizada dos mecanismos de alavancagem proporcionados pelo emprego desses instrumentos, contribuíram para a elevação da fragilidade financeira e dos riscos sistêmicos, agravando os riscos de crédito presentes no sistema e disseminando desequilíbrios, inicialmente localizados, além das fronteiras e dos segmentos de mercados<sup>133</sup>.

Finalmente, vale mencionar o papel fundamental das agências de *ratings* na dinâmica recente dos mercados financeiros globalizados. Como destaca Orléan (1999), em princípio, a função primordial dessas agências é avaliar a capacidade de pagamento dos devedores e tornar pública e homogênea essa informação. Para isso, elas dispõem de informações mais amplas e de uma maior *expertise* na apreciação dos riscos de crédito, relativamente às instituições financeiras. Contudo, essas agências, além de se comportarem de forma semelhante aos demais participantes dos mercados financeiros, reforçam, ao invés de amenizar, a dinâmica coletiva intrínseca a esses mercados, contribuindo para o contágio mimético da desconfiança.

---

<sup>132</sup> O efeito de alavancagem é ainda mais acentuado do que nos mercados organizados, a inexistência de câmaras de compensação e a opacidade em relação aos níveis de preços, ao volume e aos riscos das posições assumidas, aumentam os riscos de créditos e aqueles relacionados à liquidação antecipada. Sobre as diferenças entre os mercados organizados de derivativos financeiros e os mercados de derivativos de balcão, ver Farhi (2002).

<sup>133</sup> Kregel (1994 e 1998a) mostra o papel instabilizador dos derivativos, vinculados aos fluxos bancários de curto prazo, nas crises do sistema monetário europeu e asiática, respectivamente.



## **2.4. Conclusão**

Um traço fundamental do sistema monetário e financeiro internacional após o colapso do acordo de Bretton Woods é a natureza volátil dos fluxos de capitais. Procurou-se argumentar nesse capítulo que essa natureza decorre tanto das características do sistema monetário internacional ancorado no dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, quanto do novo padrão de gestão da riqueza predominante nos países centrais, subordinado à lógica especulativa de valorização, que extravasou as fronteiras desses países e passou a ditar a dinâmica das finanças internacionais.

Os efeitos instabilizadores desses fluxos e das novas tendências dos mercados financeiros internacionais nos anos 90, sintetizadas acima, explicitaram-se nas diversas crises financeiras que eclodiram nesse período. Essas crises atingiram, principalmente, os chamados países “emergentes”, ou seja, os países periféricos que se inseriram no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, a partir do final dos anos 80, mediante a liberalização de seus sistemas financeiros e de suas contas de capital, tornando-se “mercados emergentes”. Foi exatamente sua inserção nesse ambiente intrinsecamente instável – no qual o dólar “flexível, financeiro e fiduciário” é a moeda-chave, a finança de mercado liberalizada e globalizada é dominante e a financeirização é o padrão sistêmico de gestão da riqueza – que os tornou vulneráveis às crises financeiras recentes. Em outras palavras, essas crises constituem mais uma manifestação da instabilidade sistêmica que tem caracterizado o sistema monetário financeiro internacional desde o colapso de Bretton Woods.

No próximo capítulo, tomando como ponto de partida essa hipótese, procurar-se-á desenvolver uma interpretação heterodoxa das crises financeiras dos países “emergentes” nos anos 90, mais especificamente, procurar-se-á responder à seguinte pergunta: de acordo com esta abordagem heterodoxa, qual seria a causa (ou as causas) da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras neste contexto? Para tanto, será necessário considerar uma característica do sistema monetário e financeiro internacional, que foi somente enunciada nesse capítulo: a dimensão hierárquica e assimétrica desse sistema.



## **Capítulo 3**

### **Uma interpretação heterodoxa das crises financeiras dos países "emergentes"**

### 3.1. Introdução

O ponto de partida da interpretação heterodoxa que se procura desenvolver nesse capítulo é a hipótese de que as crises dos países "emergentes" nos anos 90 constituíram mais uma manifestação da instabilidade sistêmica que tem caracterizado o sistema financeiro internacional desde o colapso de Bretton Woods<sup>134</sup>, como destacado no capítulo 2. Nessa perspectiva, a recorrência de crises financeiras (crises cambiais, bancárias, financeiras internas etc.) seria um fenômeno característico do sistema de finanças liberalizadas e globalizadas, no qual os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras - e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais - e de um mercado a outro - mercados de capitais e de crédito - resultando em fortes flutuações dos fluxos de capitais, dos preços dos ativos e das taxas de câmbio.

Contudo, no caso dos países "emergentes", as crises cambiais foram mais frequentes e as crises bancárias mais severas. Além disso, essas crises tenderam a se converter em crises cambiais, da mesma forma que essas últimas ameaçaram a estabilidade dos sistemas financeiros domésticos, ou seja, as crises tiveram, de forma geral, um caráter gêmeo (Goldstein & Turner, 1996 e Unctad, 1998)<sup>135</sup>. Assim, uma questão central a ser respondida é: quais especificidades desses países os tornam mais vulneráveis às crises financeiras e, especificamente, às crises gêmeas, no contexto atual de globalização financeira?

Como vimos no capítulo 1, nos modelos convencionais, os responsáveis pelas crises seriam os fatores internos aos países, gerados por distorções governamentais - que se pode denominar de fatores "extra mercado" - e/ou por falhas dos mercados financeiros (seja nacionais, seja internacionais). Já a abordagem heterodoxa que será desenvolvida a seguir parte de um referencial teórico distinto do convencional, que remete aos trabalhos de Keynes e Minsky, segundo os quais a

<sup>134</sup> Essa visão é defendida pela Unctad (ver, Unctad, 1998 e 1999). Miranda (1998) chega a uma conclusão semelhante em sua análise sobre a crise asiática, mas enfatiza uma das dimensões dessa instabilidade: a inexistência de um padrão monetário internacional estável.

<sup>135</sup> Eicheengreen & Bordo (2002), a partir de uma amostra de países desenvolvidos e "emergentes" mostram a maior incidência de crises cambiais, bancárias e gêmeas nesses últimos países. Os autores também comparam a frequência dessas crises nos períodos pré-1914 (quando vigia o padrão libra-ouro) e pós-1973 (ou seja, após o colapso de Bretton Woods), as "duas eras de globalização", nos termos dos autores. O estudo empírico realizado indica uma maior incidência dessas crises nos países "emergentes" vis-à-vis os países desenvolvidos nos dois períodos, sendo que frequência dos três tipos de crises, principalmente das crises cambiais e gêmeas, é muito maior na era atual de globalização.

instabilidade financeira é uma característica intrínseca às economias capitalistas modernas. As supostas "falhas" dos mercados financeiros (informações imperfeitas e/ou assimétricas) e os fenômenos delas decorrentes (acionamento de crédito, situações de pânico e comportamento de manada) são, na realidade, aspectos constituintes dessas economias.

Nessa perspectiva, o determinante em última instância das crises seria a inserção dos países periféricos no ambiente, intrinsecamente instável, de globalização financeira, que os converteu em "mercados emergentes" e permitiu a absorção excessiva dos fluxos de capitais em busca de valorização na esfera financeira. Esta absorção, por sua vez, originou ou alimentou ciclos de crédito e bolhas de consumo (países latino-americanos) ou especulativas no mercado de ativos (países asiáticos), resultando, na maioria dos casos, na fragilização tanto das contas externas como dos sistemas financeiros domésticos. A reversão posterior desses fluxos decorreu muito mais da deterioração das condições macroeconômicas e financeiras dos países, em geral relacionada aos efeitos dos próprios fluxos e a fatores externos, do que da inconsistência das políticas macroeconômicas domésticas.

Apesar do denominador comum - as pressões externas dos organismos multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial, e dos países centrais - as estratégias de liberalização interna e abertura financeira<sup>136</sup>, que viabilizaram a inserção das duas principais regiões periféricas (América Latina e Ásia) na globalização, tiveram distintos condicionantes regionais e, conseqüentemente, não foram homogêneas, mas se diferenciaram tanto em relação ao *timing* quanto à sua profundidade. A eficácia desta pressão e os instrumentos utilizados para o seu exercício foram distintos, em função dos impactos diferenciados sobre a Ásia e a América Latina dos choques externos adversos que atingiram os países periféricos nessa década - de demanda, de termos de troca, de taxa de juros e de oferta de capital<sup>137</sup> -, bem como do caráter distinto das duas potências hegemônicas regionais.

Na América Latina, a liberalização dos fluxos de capitais foi parte integrante dos programas de estabilização e reformas implementados a partir da segunda metade da década de oitenta, que

<sup>136</sup> A liberalização e/ou desregulamentação financeira interna refere-se à diminuição dos controles governamentais sobre os mercados financeiros domésticos (ver nota 6 do capítulo 2). Já o grau de abertura financeira depende da facilidade com que os residentes podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico (Akyüz, 1992).

<sup>137</sup> Sobre esses impactos diferenciados, ver Singh (1994).

seguiram as recomendações do Consenso de Washington<sup>138</sup>. Além das pressões da potência econômica regional e mundial, os Estados Unidos, um importante mercado para as exportações da região, a capacidade de resistência a essas reformas foi pequena em função da crise da dívida externa, que resultou na exclusão dos países latino-americanos dos fluxos voluntários de capitais privados e numa intensa instabilidade macroeconômica ao longo da década de 80. Nesta década, a política econômica e o desempenho da maioria dos países da região foram condicionados por uma forte restrição externa, um fator recorrente de instabilidade. As performances em termos de inflação, crescimento, investimento e poupança, bem como o desempenho fiscal do Estado, guardaram correlação direta com a magnitude das transferências ao exterior realizadas no período (Damill, Fanelli & Frenkel, 1996).

Contudo, o novo marco regulatório liberalizado tornou-se efetivo somente após o retorno dos fluxos de capitais voluntários no início dos anos 90, quando os países latino-americanos foram “capturados” pelo processo de globalização. O fator conjuntural decisivo para a transformação desses países de transferidores de recursos reais ao exterior em receptores de recursos financeiros foi a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada a partir do final de 1989 nos mercados globalizados. Esta recessão *financed-led* exigiu grande frouxidão das políticas monetárias para facilitar a redução dos desequilíbrios correntes e patrimoniais das empresas, bancos e famílias (Coutinho & Belluzzo, 1996).

Este retorno foi estimulado, igualmente, pelas perspectivas de valorização da riqueza financeira nos “mercados emergentes” latino-americanos, associadas tanto ao contexto de taxas de câmbio estáveis ou valorizadas e taxas de juros elevadas – pilares dos planos de estabilização com âncora cambial, viabilizados pela própria abertura financeira – quanto à existência de um estoque de ativos atraentes, como títulos da dívida pública de curto prazo, ações depreciadas seja de empresas em processo de

<sup>138</sup> Williamson (1990) denominou de “Consenso de Washington” (“... uma pauta de reformas exigidas da América Latina (e da periferia capitalista como um todo) pelo banco Mundial, Fundo Monetário Internacional, Tesouro, Federal Reserve, Departamento de Estado dos Estados Unidos, bem como pelos Ministros das Finanças dos demais países do Grupo dos 7 e pelos principais bancos internacionais credores (...)”) (Cintra, 1997: 19-20). Esta “nova e sábia convenção” – que se consolidou na segunda metade dos anos 80 e constitui as condicionalidades para a renegociação das dívidas externas dos países que apresentavam desequilíbrios de balanço de pagamentos e nas contas públicas – incluía um programa de estabilização macroeconômico ortodoxo, seguido de um conjunto de reformas “estruturais”, as quais deviam ser implementadas de acordo com uma determinada seqüência: numa primeira etapa, as políticas de liberalização e desregulamentação dos mercados domésticos (financeiro, de trabalho, de bens e serviços) bem como do mercado de câmbio e a privatização das empresas estatais; num segundo momento, as políticas necessárias para uma integração internacional virtuosa, como a abertura comercial e supressão das restrições ao investimento externo direto (Cintra, 1997). Para uma descrição detalhada dessas reformas, ver Cintra (1997).

privatização, seja de setores fragilizados pela abertura comercial e pela valorização cambial. Como ressaltam Coutinho & Belluzzo (1996: 141), *"a regra básica das estabilizações com abertura financeira é a criação de uma oferta de ativos atraentes que possam ser encampados pelo movimento geral de globalização"*.

Na Ásia, o poder de pressão dos organismos multilaterais e dos países centrais em prol da abertura externa foi menor nos anos 80, uma vez que estes países não enfrentaram uma situação de restrição externa tão intensa e de instabilidade interna nesse período, como os latino-americanos. Além dos fluxos de investimento externo direto, associados à dinâmica dos investimentos regionais, liderados pelo Japão<sup>139</sup>, as economias do sudeste asiático não foram totalmente marginalizadas dos empréstimos bancários voluntários na década de 80<sup>140</sup>. Esta é uma das razões que explicam a maior capacidade de resistência destes países à liberalização, em relação aos latino-americanos, bem como a implementação mais gradual das medidas liberalizantes<sup>141</sup>. Todavia, o poder de resistência destes países às pressões para a liberalização exercidas pelos organismos multilaterais e pelos países centrais reduziu-se progressivamente nos anos 90.

Por um lado, como ressalta Medeiros (1998), os Estados Unidos adotaram uma nova postura comercial e financeira em relação aos países da região a partir do final dos anos 80. Além de reduzir o ritmo de absorção das exportações asiáticas, esse país inicia uma política de promoção das suas exportações, pressionando pelas aberturas comercial e financeira na região, por meio da ameaça de fechamento do seu mercado interno aos produtos asiáticos. Nesse contexto, a abertura financeira forçaria a valorização das moedas asiáticas, contribuindo para o aumento da competitividade dos

<sup>139</sup> Após 1985, o Japão, pressionado pela valorização do iene frente ao dólar e pela pressão comercial dos Estados Unidos, aprofundou e desenvolveu uma estratégia de produção internacionalizada no leste e sul da Ásia, transferindo os setores tecnologicamente menos avançados mediante os investimentos externos diretos na região. A partir de 1988, os NICs (*Newly Industrialized Countries*) de primeira geração (Coréia, Formosa, Hong-Kong e Cingapura) também se afirmaram como investidores regionais, principalmente nos NICs de segunda geração (Tailândia, Filipinas, Indonésia e Malásia) e na China, com uma lógica de investimentos semelhante à japonesa. Esse movimento resultou na montagem de uma rede regional de investimento e comércio intra-indústria e intrafirma, que conferiu amplo dinamismo à região (Medeiros, 1997). Para uma análise detalhada da dinâmica de crescimento regional do sudeste asiático a partir de 1985, ver: Medeiros (1997) e Cunha (1998 e 2001). Sobre as diferenças dos modelos de crescimento dos NICs de primeira e segunda geração, ver também Akyüz et al. (1999).

<sup>140</sup> Mas isto não quer dizer que essas economias não foram afetadas pela crise da dívida externa dos anos 80. Como ressalta Cunha (2002:80), essa crise causou uma contração absoluta e relativa nos fluxos de capitais, forçando os países asiáticos a um ajuste externo, expresso no acúmulo de superávits em conta corrente na segunda metade da década. Contudo, essa crise *"não teve um efeito tão disruptivo sobre o tecido produtivo, institucional e social, como a dos anos 90"*. Outra diferença em relação à América Latina foi a sustentação de algum financiamento externo voluntário pelos bancos do Japão, a potência econômica regional (Canuto, 1994).



produtos americanos. Os Estados Unidos também estavam interessados em viabilizar o ingresso das instituições financeiras americanas nos mercados financeiros asiáticos.

Por outro lado, o ressurgimento dos déficits comerciais na região, após o interregno de superávits na segunda metade dos anos 80 – que decorreu da dinâmica do crescimento regional<sup>142</sup> – ao aumentar as necessidades de financiamento externo, erodiu a capacidade de resistência dos países do sudeste asiático à liberalização dos fluxos de capitais<sup>143</sup>. Após a crise de 1997, essa capacidade de resistência foi praticamente eliminada. Os pacotes de ajuda dos organismos multilaterais exigiram, como contrapartida, a liberalização total dos fluxos de capitais e abertura dos sistemas bancários domésticos ao ingresso de instituições estrangeiras (Freitas & Prates, 2001a).

As diferenças nas formas de inserção (principalmente, grau e velocidade da liberalização e abertura financeiras), que dependeram dos fatores mencionados acima<sup>144</sup>, foram um dos condicionantes das especificidades das experiências regionais e nacionais, que se distinguiram em relação à dimensão e composição dos fluxos de capitais, à natureza dos credores e devedores, aos efeitos desses fluxos

<sup>141</sup> Sobre as diferenças nas estratégias de liberalização financeira, ver: Ferreira et al. (1998).

<sup>142</sup> No final dos anos 80, com a aceleração do crescimento, num contexto de maior abertura financeira e comercial, esses países voltaram a incorrer em déficits em conta corrente, que eram financiados pelo ingresso de capitais (Cunha, 2001). A nova estratégia comercial americana, mencionada acima, contribuiu igualmente para o aumento dos déficits comerciais, que se deterioraram progressivamente devido à desestruturação e posterior, crise, do modelo de crescimento regional (Medeiros, 1998). Essa questão será retomada na seção 2.2, especificamente, na análise da crise asiática.

<sup>143</sup> Na Coreia, a abertura financeira constituiu uma pré-condição para o ingresso na OCDE. Ademais, de acordo com Stiglitz (2002), em 1993, quando este economista era membro do *Council of Economic Advisers* do Presidente Clinton, os Estados Unidos passaram a exercer fortes pressões pela abertura financeira desse país, que atenderia aos interesses financeiros de *Wall Street*, mas não necessariamente aos interesses nacionais dos Estados Unidos: "*While Wall Streeters defended the principles of free markets and a limited role for the government, they were not above asking help from government to push their agenda for them. And (...), the Treasury Department responded with force. At the Council of Economic Advisers we weren't convinced that South Korean liberalization was an issue of U.S national interest, though obviously it would help the special interests of Wall Street*" (Stiglitz, 2002: 102).

<sup>144</sup> É importante mencionar que as estratégias de inserção no processo de globalização financeira também foram influenciadas por fatores nacionais, tanto econômicos (como a estratégia de estabilização adotada e o grau de dependência externa), quanto políticos (como as correlações de força entre as diferentes classes dominantes, que condicionaram a capacidade de resistência de cada país frente às pressões externas). Sobre a influência dessas correlações nos processos de abertura e liberalização financeiras, ver: Loriaux (1997).

sobre os sistemas financeiros internos e ao grau de endividamento externo e de dolarização<sup>145</sup>. Conseqüentemente, as crises dos países "emergentes" se diferenciaram em relação à intensidade e à modalidade de crise.

A despeito dessas particularidades, essas crises têm vários pontos em comum, no que diz respeito não somente à sua origem (a já mencionada inserção no sistema financeiro internacional globalizado), mas também à sua dinâmica interna. De forma geral houve uma interação entre as crises cambiais e bancárias internas, resultando na eclosão das chamadas crises gêmeas. A partir das contribuições de Kregel (1998b e 1999) e de outros autores heterodoxos, é possível identificar os principais aspectos dessa dinâmica – que se inicia com a absorção dos fluxos de capitais em busca de valorização na esfera financeira –, bem como algumas diferenças regionais e nacionais, como se mostrará na próxima seção.

Essas abordagens fornecem alguns *insights* sobre as especificidades das crises financeiras dos países "emergentes" nos anos 90, permitindo a identificação de alguns elementos subjacentes que explicariam tanto a sua maior frequência e severidade, quanto o seu caráter gêmeo, como: o potencial instabilizador dos fluxos recentes de capitais sobre esses países; o endividamento externo; e a denominação em moeda estrangeira das transações financeiras domésticas, que criam o vínculo entre as crises cambial e bancária. Contudo, essas análises privilegiam a dinâmica interna das crises, não explorando as causas dessas especificidades.

Assim, a questão, ao nosso ver fundamental, enunciada no início desta introdução continua em aberto: quais os determinantes desses fatores específicos aos países "emergentes", que os tornam mais vulneráveis à instabilidade intrínseca do sistema monetário e financeiro globalizado e, assim, às crises financeiras recentes?

Na última seção deste capítulo, procurar-se-á responder essa pergunta<sup>146</sup>.

<sup>145</sup> Entende-se por dolarização a permissão de transações monetárias e/ou financeiras em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço econômico doméstico. Existem diferentes graus de dolarização. Enquanto em alguns países, são autorizadas tanto a posse de moeda estrangeira quanto relações de débito e crédito entre residentes nessa moeda, em outros o grau de dolarização é bem menor, sendo permitidas somente transações financeiras denominadas em moeda estrangeira. De acordo com a terminologia de Akyüz (1992 e 1993), a dolarização constituiria uma das dimensões da abertura financeira, especificamente, o terceiro nível de abertura financeira, que diz respeito à conversibilidade interna da moeda. Os primeiro e segundo níveis de abertura referem-se à conversibilidade da conta de capital. No primeiro nível, são permitidos tanto o endividamento de residentes no mercado internacional de capitais quanto o investimento

## 3.2. Anatomia das crises financeiras pós-Bretton Woods

No seu relatório anual *Trade & Development Report* de 1998, a Unctad identifica algumas características comuns das crises financeiras pós-Bretton-Woods, que atingiram tanto países desenvolvidos (centrais) quanto em desenvolvimento (periféricos): essas crises foram precedidas pela liberalização da economia, especialmente do sistema financeiro e da conta de capital; as expectativas de ganhos de capital associadas à liberalização, ao lado do aumento do diferencial de juros, estimularam o ingresso de um volume excessivo de fluxos de capitais de curto prazo; esse diferencial esteve associado, de forma geral, a políticas monetárias restritivas voltadas para a obtenção ou manutenção da estabilidade de preços num contexto de câmbio quase-fixado; os episódios de instabilidade cambial e financeira estiveram associados ao rápido crescimento e posterior reversão súbita desses fluxos. Como exemplos de crises nos países em desenvolvimento, a Unctad menciona a crise dos países do Cone Sul do início dos anos 80, e as crises mexicana e asiática dos anos 90. Nos países desenvolvidos, a crise das *Savings & Loans* nos anos 80 e o *crash* da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1987 nos Estados Unidos, e a crise do SME de 1992/93.

Contudo, esse padrão de crise sintetizado pela Unctad predominou, sobretudo, nos países “emergentes”<sup>147</sup>. Kregel (1999) fornece importantes elementos para a análise da dinâmica interna dessas crises, seguindo a tradição de Keynes e Minsky. Segundo este autor, essas crises são sistêmicas, não decorrendo de fatores “extra-mercado” ou das chamadas “falhas de mercado”, como nos modelos convencionais:

---

de não-residentes no mercado financeiro doméstico e, no segundo nível, a posse de ativos externos e a transferência de capital por parte de residentes, e o endividamento de não-residentes no mercado interno.

<sup>146</sup> Como mencionado na nota 31 do primeiro capítulo, Mishkin (1996 e 1998) também enfatiza que o endividamento externo constitui uma das causas das crises bancárias e gêmeas nos países em desenvolvimento. Contudo, vale ressaltar duas importantes diferenças entre a visão deste autor e a abordagem heterodoxa desenvolvida nesse capítulo. Em primeiro lugar, na teoria de Mishkin o aperfeiçoamento da supervisão e regulamentação bancárias nesses países seria suficiente para minimizar o risco de crises bancárias e gêmeas. Como se destacará na próxima seção, na visão heterodoxa essas medidas internas são insuficientes, já que as crises financeiras dos países “emergentes” são sistêmicas, geradas endogenamente a partir da absorção de fluxos de capitais especulativos. Em segundo lugar, esse autor não explica as causas dessa especificidade.

<sup>147</sup> No caso dos países centrais, não houve a interação desse conjunto de fatores. As crises estiveram associadas seja à liberalização financeira doméstica (por exemplo, a crise das *Savings & Loans* nos Estados Unidos), seja aos fluxos de capitais em busca de ganhos de arbitragem atraídos pelo diferencial de juros num contexto de câmbio quase-fixado (caso da crise do SME). Sobre as crises financeiras desses países, ver também: Aglietta (2001b). Esse autor denomina as crises financeiras dos países centrais e “emergentes” das duas últimas décadas do séc.XX de “crises da globalização financeira” e destaca, em sua análise, o denominador comum dessas crises: o processo de liberalização financeira.

*(...) there are systemic, endogenously generated instabilities in an economic system based on free goods and capital markets, which cannot be remedied by means of micro solutions, such as writing better debt contracts or providing better regulation and supervision of financial institutions (...) financial crisis that have taken place since the 1970s are systemic (...) The crisis is not due to unsustainable policies, but with an attempt to introduce sustainable policies in conditions of completely free capital markets. It ends with the impossibility of the success of those policies due to the impact of capital flows. Such crises have occurred when stabilization has been introduced as a response to domestic instability via an IMF structural adjustment programme, or as an endogenous response to conditions of hyperinflation, as in Brazil, but they also occurred when such policies have been practiced with success over substantial periods, as in Asia (Kregel, 1999: 20 e 27).*

Ou seja, as crises financeiras dos países "emergentes" foram geradas endogenamente a partir da absorção dos intensos fluxos de capitais, que resultou na emergência de situações de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica<sup>148</sup>. Esses fluxos foram atraídos, principalmente, pelos diferenciais de taxas de juros, associados a políticas monetárias restritivas e regimes de câmbio administrado, num contexto doméstico, de liberalização financeira interna e externa, e externo, de excesso de liquidez internacional<sup>149</sup>. O processo de fragilização não decorreu de políticas inconsistentes, mas da introdução de políticas voltadas para a obtenção ou manutenção da estabilidade macroeconômica e para a integração da economia na globalização financeira.

Isto porque, os fluxos de capitais, atraídos por diferenciais de juros e pela perspectiva de valorização nos mercados de ativos (como bolsas de valores), tendem a ser *self-reinforcing* ao invés de *self-eliminating*, como prega a visão tradicional. Na ausência de controles de capitais efetivos, as duas alternativas de gestão macroeconômica<sup>150</sup> adotadas pelos países "emergentes" nos anos 90 – que envolveram regimes de câmbio fixo ou administrado, com esterilização ou não dos impactos

<sup>148</sup> Além de Kregel (1999), Taylor (1998) e Eatwell & Taylor (2000) – se apoiando nos trabalhos de Neftci (1998) e Frenkel (1998) – destacam, igualmente, o processo endógeno de deterioração da situação macroeconômica e financeira desses países a partir do ingresso dos fluxos de capitais.

<sup>149</sup> Como já mencionado, no final dos anos 80, início dos anos 90, a conjuntura econômica dos países centrais, marcada pela recessão e baixas taxas de juros, estimulou os investidores estrangeiros a aplicar parte de seus recursos nos países "emergentes". Ao lado desse fator conjuntural, a nova dinâmica do sistema financeiro internacional, sintetizada no capítulo 2, também estimulou essas aplicações. Além do movimento de diversificação de portfólio e de busca de ganhos especulativos por parte dos investidores institucionais, os bancos americanos e europeus buscaram, igualmente, novas fontes de lucro diante da redução da sua rentabilidade associada ao acirramento da concorrência após a desregulamentação e abertura financeiras dos anos 80.



monetários dos ingressos de capitais<sup>151</sup> – revelaram-se insustentáveis. Inevitavelmente, os fluxos resultaram - em maior ou menor grau, dependendo da opção de política adotada - em valorização cambial, déficits em conta corrente, desequilíbrio fiscal, fragilização do sistema bancário, deterioração da situação financeira das empresas e bolhas de consumo ou especulativas nos mercados de ativos.

A resposta de política que predominou foi a intervenção esterilizadora, que consiste num regime de taxa de câmbio controlada com esterilização dos impactos monetários das intervenções da autoridade monetária no mercado de câmbio mediante a venda de títulos públicos. Essa opção de política procura conter os efeitos macroeconômicos indesejáveis dos fluxos de capitais, como a valorização cambial e a expansão monetária. Contudo, sua eficácia é reduzida, como se argumentará a seguir<sup>152</sup>.

Já a intervenção não-esterilizadora consiste num regime de câmbio fixo ou controlado sem esterilização daqueles impactos, envolvendo, assim, uma maior receptividade da gestão macroeconômica aos fluxos de capitais. O caso limite é um regime de câmbio nominal fixo com conversibilidade monetária, ou seja, um regime de *currency board*<sup>153</sup>, no qual ocorre uma perda praticamente absoluta da autonomia desta gestão<sup>154</sup>.

<sup>150</sup> Além da gestão macroeconômica dos fluxos, que envolve as políticas monetária, cambial e fiscal, alguns países também utilizaram medidas de âmbito regulatório, como a regulação da entrada de capitais de curto prazo, para conter os efeitos dos fluxos. Mas, esses controles foram tímidos, dada estratégia mais geral de inserção na globalização financeira (Prates, 1997).

<sup>151</sup> Outra opção de gestão macroeconômica dos fluxos é a adoção de um regime de câmbio flutuante, ou melhor, de flutuação suja. Contudo, essa opção de política passou a ser utilizada pelos países somente após as respectivas crises financeiras que eclodiram nos anos 90 e, assim, não será analisada nessa seção. Vale mencionar que nesses regimes, os impactos dos fluxos de capitais sobre os mercados cambial e monetário e também sobre as variáveis macroeconômicas são bastante distintos em comparação aos regimes de câmbio administrado. Como ressalta Miranda (1997:258): "*A análise dos impactos da mobilidade de capitais no balanço de pagamentos e no mercado monetário não pode ser realizada sem referência a regimes cambiais específicos*". Uma diferença fundamental é que nos regimes de câmbio flutuante, os impactos dos fluxos se concentram sobre as taxas de câmbio e não sobre a base monetária. Para um resumo desses impactos sobre os mercados de câmbio (a vista e futuro) e monetário domésticos, ver Miranda (1997).

<sup>152</sup> Sobre a eficácia da estratégia de intervenção esterilizadora na América Latina na primeira metade dos anos 90, ver Frankel (1994).

<sup>153</sup> Essa denominação decorre da semelhança desses regimes com os regimes monetário-cambiais adotados por algumas colônias inglesas durante o padrão-ouro, conhecidos como *currency board* (câmaras de compensação) (Carneiro, 2002b).

<sup>154</sup> Esse regime foi adotado pela Argentina entre abril de 1991 e janeiro de 2002, quando foi suspensa a conversibilidade. Como se destacará a seguir, esse regime torna a economia totalmente vulnerável à instabilidade financeira intrínseca à dinâmica atual do sistema monetário e financeiro internacional, constituindo o tipo de inserção financeira externa mais perverso para os países "emergentes".



Na estratégia de intervenção esterilizadora, a tentativa de manter o controle da política cambial e monetária num ambiente de abertura financeira resulta, inevitavelmente, em pressões sobre o lado fiscal<sup>155</sup>. A atuação do banco central no mercado de câmbio, para sustentar a paridade cambial, gera um impacto monetário expansionista, que não é desejável em função das metas da política antiinflacionária doméstica. A tentativa de neutralizar esses impactos mediante a venda de títulos públicos (ou seja, operações de mercado aberto) tem efeitos negativos sobre as contas públicas, pois resulta no surgimento do chamado déficit quasi-fiscal, devido ao diferencial entre os juros que remuneram as reservas internacionais e o custo da dívida pública. Ademais, como ressalta Kregel (1999), se os títulos são adquiridos diretamente por investidores não-residentes, a conta de serviços do balanço de pagamentos também é pressionada pela remessa dos juros incidentes sobre a dívida pública.

Contudo, vale ressaltar que o acúmulo de reservas, que é um dos resultados desse tipo de intervenção, constitui um importante instrumento para neutralizar os movimentos especulativos dos investidores estrangeiros no mercado de câmbio. Como ressalta Carneiro (1999:80), as reservas constituem um "*colchão de segurança*" contra a fuga de capitais, ou "*um pedágio pago pelos países subdesenvolvidos para se inserirem na globalização*", dada a natureza volátil e curto-prazista dos fluxos recentes de capitais.

Teoricamente, se a absorção real (ou seja, a demanda interna) aumentasse no mesmo ritmo que a absorção financeira, o excesso de liquidez externa seria neutralizado (via aumento das importações) e a entrada de capitais não teria efeitos sobre o nível de atividade e o sistema bancário. Contudo, como ressaltam Damill, Fanelli & Frenkel (1996), esta hipótese é irrealista, devido aos diferentes ritmos de ajuste da conta de capital e da conta corrente do balanço de pagamentos, tanto no momento de entrada quanto de reversão dos fluxos. Adicionalmente, o aumento significativo da demanda interna, "*reduziria as reservas internacionais e o próprio colchão de segurança para fazer face a uma eventual reversão dos fluxos (...)*" (Carneiro, 1999), além de inviabilizar a própria política voltada para obtenção ou manutenção da estabilidade de preços.

As operações de esterilização, ao manterem o diferencial de juros, estimulam a continuidade dos fluxos de capitais, que exercem pressões adicionais sobre a taxa de câmbio. Nesse contexto, a

<sup>155</sup> Como mencionado no capítulo 2, a impossibilidade de compatibilizar estabilidade cambial, autonomia de política monetária e mobilidade de capitais é conhecida como "trindade impossível" na literatura.

valorização da moeda nacional torna-se inevitável em função do custo fiscal destas operações<sup>156</sup> e resulta no surgimento ou no aumento de déficits comerciais, reforçando o desequilíbrio externo provocado pelas remessas de juros. Assim, a deterioração da conta corrente e das contas públicas constitui um resultado inevitável da absorção dos fluxos de capitais, que buscam valorização na esfera financeira.

Resta às autoridades econômicas optar por distintas combinações entre os desequilíbrios externo e fiscal: quanto mais intensas as operações de esterilização, menor a valorização cambial e a pressão baixista sobre a taxa de juros, mas maior o déficit quasi-fiscal e a deterioração das contas públicas; por outro lado, a opção por uma esterilização parcial dos fluxos resulta numa maior deterioração da balança comercial, tanto em função da valorização cambial mais intensa, quanto da expansão da liquidez interna que, num contexto de expectativas otimistas, estimula o crédito bancário doméstico, e assim, a demanda agregada, pressionando as importações e desestimulando as exportações<sup>157</sup>.

A intensidade das operações de esterilização também depende do regime de câmbio administrado adotado: câmbio fixo ou bandas de flutuação. Enquanto no primeiro, todo o ajuste no mercado de câmbio é realizado por meio de variações nas reservas internacionais, num regime de bandas, parte do ajuste ocorre mediante mudanças na taxa de câmbio - no intervalo definido pelo piso e teto da banda - e, com isso, o efeito sobre a liquidez doméstica é menor<sup>158</sup>. Vale mencionar que, no caso da intervenção não-esterilizadora, os efeitos macroeconômicos desestabilizadores dos fluxos concentram-se nas contas externas, dada a inexistência de operações de esterilização, e no sistema

---

<sup>156</sup> De acordo com Carneiro (1999:82), uma opção às operações de esterilização seria o ajuste deflacionário, nos moldes do padrão-ouro, mas este "não parece viável nas sociedades contemporâneas". Ademais, nos países que adotaram regimes de câmbio administrado como instrumento de controle de inflação, o diferencial entre as inflações interna e externa contribuiu para a valorização real do câmbio. A convergência entre os níveis de preço doméstico e internacional não é imediata, pois, além do movimento de queda dos preços dos bens comercializáveis (ou *tradables*) não ser instantâneo, os preços dos bens não-comercializáveis (serviços, etc), que não enfrentam a concorrência externa, caem num ritmo muito mais lento.

<sup>157</sup> As experiências do México e do Brasil ilustram essas diferentes opções, como se destacará a seguir.

<sup>158</sup> A Cepal, num documento de 1994, a partir da análise das experiências dos países latino-americanos, já apontava que a intervenção esterilizadora é eficaz apenas no sentido de adiar e reduzir a intensidade dos impactos dos fluxos de capitais sobre a economia, e não de isolá-la dos seus efeitos (Cepal, 1994).

bancário doméstico, pois a entrada de capitais não se traduz num aumento da dívida pública, mas na expansão da base monetária doméstica<sup>159</sup>.

Além da deterioração da situação macroeconômica, os fluxos provocaram, na maioria dos casos, uma fragilização dos sistemas bancários domésticos, que culminou, de forma geral, em crises bancárias<sup>160</sup>. A estabilidade da taxa de câmbio, reforçada pelos próprios fluxos e pela acumulação de reservas, reduz o risco cambial e estimula o endividamento externo dos bancos, os quais repassam os recursos internamente procurando tirar proveito do diferencial entre os juros internos e externos. Todavia, a intensidade desta fragilização dependeu, igualmente, da gestão macroeconômica adotada - quanto menos intensas as operações de esterilização, maiores os impactos potencialmente desestabilizadores dos fluxos sobre o sistema bancário doméstico. Se a esterilização não é completa, as reservas bancárias e, assim, a liquidez dos bancos aumenta, abrindo espaço para uma expansão excessiva do crédito bancário e tornando o sistema bancário doméstico extremamente vulnerável a uma reversão dos fluxos<sup>161</sup>. Este problema se reforça no caso da intervenção não-esterilizadora, pois o vínculo entre o ingresso de capitais e a expansão da liquidez doméstica é total, sendo levado ao limite num regime de *currency board*.

Isto porque, nesse regime, além da base monetária ser determinada pela variação das reservas internacionais, a oferta monetária doméstica, que é um múltiplo desta base, é teoricamente conversível em moeda forte (dólar, no sistema atual). Os momentos de expansão dessa base e, assim, das reservas bancárias, associados ao ingresso líquido de recursos externos, são, em geral, acompanhados por uma redução da preferência pela liquidez dos bancos - pois é exatamente nesses momentos que as expectativas tornam-se otimista diante da "ilusão" de sustentabilidade do regime -

<sup>159</sup> Como se destacará a seguir, no caso da Argentina, que adotou esta modalidade de gestão macroeconômica dos fluxos de capitais, o desequilíbrio das contas públicas não decorreu das operações de esterilização, inexistentes nesse regime, mas, em grande parte, do progressivo endividamento externo do setor público necessário para sustentar a conversibilidade e evitar o colapso do sistema financeiro doméstico nos momentos de retração dos depósitos.

<sup>160</sup> Num artigo de 1996, Goldstein & Turner já apontavam a relação entre absorção de fluxos de capitais e as crises bancárias dos países "emergentes". Segundo esses autores, os países "emergentes" que absorveram os maiores volumes de recursos externos foram os que registraram um maior crescimento dos respectivos sistemas bancários, que expandiram excessivamente o crédito durante a fase ascendente do ciclo de negócios.

<sup>161</sup> Outro instrumento de política monetária que contribuiu para a contenção dos efeitos expansionistas dos fluxos de capitais sobre o crédito doméstico são os recolhimentos compulsórios, que podem ser elevados nos momentos de abundância de recursos externos. Essa alternativa foi utilizada pelo Brasil, como se verá a seguir.

que expandem os empréstimos, criando moeda bancária e, assim, multiplicando aquela base, já que as reservas são fracionadas, como nos demais sistemas monetários contemporâneos<sup>162</sup>.

Contudo, quando o ingresso se converte em saída líquida de divisas e/ou os próprios agentes domésticos passam a questionar aquela sustentabilidade, demandando a conversão de seus depósitos em moeda doméstica em dólar, a vulnerabilidade do sistema explicita-se. Os bancos tornam-se ilíquidos (e no limite insolventes), pois a conversibilidade é apenas virtual, já que não existe lastro para a massa de liquidez monetária existente na economia, que é um múltiplo das reservas<sup>163</sup>. Como se destacará a seguir, se também são permitidos depósitos em moeda estrangeira nos bancos, ou seja, no caso do sistema de conversibilidade ser também um sistema bimonetário, é introduzida uma fonte adicional de vulnerabilidade no sistema<sup>164</sup>.

Assim, os fluxos de capitais geraram, usualmente, uma sobre-expansão dos empréstimos bancários, que culminou na instabilidade e/ou colapso do sistema bancário no momento da sua reversão. A literatura convencional associou essa instabilidade às fragilidades institucionais, como a deficiência dos mecanismos de supervisão e regulação do sistema bancário. Contudo, como ressalta Kregel (1999:57):

*While is certainly true that regulators and supervisors are notoriously slow to adjust to changes in the structure and activity in financial markets, there is no known case in any country, developed or developing, where a large increase in liquidity in the banking sector has not led to an overextension of lending, a decline in the quality of assets and increased laxity in risk assessment.*

O ciclo de crédito, subjacente à emergência de uma situação de fragilidade bancária, também esteve associado à desregulamentação financeira interna. Por um lado, a eliminação ou redução dos requerimentos de reservas (ou seja, dos depósitos compulsórios) aumentou a capacidade de empréstimo dos bancos, permitindo a essas instituições acomodarem uma demanda de crédito mais

<sup>162</sup> Nos regimes de *currency board* existentes na época do padrão-ouro, o sistema bancário dos países coloniais adotava o mesmo tipo de comportamento (Carneiro, 2002b).

<sup>163</sup> Para que o sistema fosse sustentável, seria preciso ocorrer uma contração instantânea dos empréstimos bancários e, assim, dos depósitos, que restabeleceria a conversibilidade e evitaria a crise de iliquidez dos bancos e a crise de balanço de pagamentos, provocada pela exaustão das reservas. Essa contração, por sua vez, demandaria uma brutal recessão/depressão econômica (Carneiro, 2002b). Este tipo de ajuste deflacionário se mostrou inviável mesmo na época do padrão-ouro, quando o grau de democratização e de sindicalização era pequeno e os fluxos de capitais menos voláteis.

<sup>164</sup> Este é o caso do regime adotado pela Argentina em 1991.

elevada. O grau de flexibilização desses instrumentos de política monetária foi um importante condicionante dos ciclos de crédito alavancados com recursos externos. A despeito da capacidade dos bancos de evadir às restrições impostas pelas autoridades monetárias, mediante inovações financeiras, nos países que mantiveram (ou até elevaram) os compulsórios em momentos de excesso de liquidez externa, esses ciclos foram menos pronunciados e, conseqüentemente, a fragilização do sistema bancário menos intensa<sup>165</sup>.

Por outro lado, a maior liberdade de atuação e a entrada de novos competidores permitiram e induziram os bancos a se engajar em novas áreas de atividade, freqüentemente mais arriscadas. Em muitos países, os empréstimos foram direcionados para a aquisição de ativos com oferta inelástica (imóveis, ações), inflacionando seus preços, - o que, por sua vez, estimulava ainda mais os fluxos de capitais de curto prazo, em busca de valorização na esfera financeira - e, assim, tornando os portfólios bancários vulneráveis ao colapso inevitável das bolhas especulativas nos mercados de ativos<sup>166</sup>.

Mas, a fragilização bancária não foi provocada somente pelo sobreendividamento e pelo colapso dessas bolhas, mas também pelos descasamentos de moeda nos balanços dos agentes financeiros e não-financeiros, relacionados seja ao endividamento externo direto das empresas, seja aos empréstimos bancários domésticos com *funding* externo. Esse descasamento é estimulado não somente pela subestimação do risco cambial, associada à estabilidade e apreciação da taxa de câmbio, mas também pelo próprio diferencial entre as taxas de juros externa e interna, que incentiva as captações em moeda estrangeira.

A exposição em moeda estrangeira envolve dois tipos de risco. Por um lado, o risco de taxa de juros, uma vez que os empréstimos externos direcionados para os "mercados emergentes" são geralmente de curto prazo e, assim, respondem rapidamente às mudanças nas taxas de juros internacionais<sup>167</sup>. Por outro lado, o risco cambial, pois mudanças na taxa de câmbio podem implicar um aumento substancial do valor das obrigações externas, sem afetar o valor do ativo no caso dos bancos ou

<sup>165</sup> No Brasil, a elevação dos compulsórios no contexto da estabilização de preços contribuiu para amenizar o ciclo de crédito, como se destacará a seguir.

<sup>166</sup> Uma das causas da gravidade da crise asiática foi exatamente a vulnerabilidade dos balanços dos bancos aos preços dos ativos, como se ressaltará na análise dessa crise.



empresas sem receita em moeda estrangeira<sup>168</sup>, e tornar os devedores não só ilíquidos mas, em muitos casos, insolventes.

Contudo, o descasamento de moeda não decorreu somente do endividamento externo, estimulado pela trajetória dos preços-chave (juros e câmbio) induzida pelos efeitos cumulativos dos fluxos de capitais, como destaca Kregel (1999). Esse descasamento também está associado à tendência à dolarização observada nos países "emergentes"<sup>169</sup>. O grau de dolarização não é homogêneo, mas em vários países são permitidos empréstimos bancários em (ou denominados em) moeda estrangeira. Isto permite aos bancos transferirem o risco cambial para os tomadores domésticos, pois os recursos captados no mercado financeiro internacional podem ser repassados seja na mesma moeda de captação, seja com correção cambial. Quando esses empréstimos são direcionados para setores não-comercializáveis (como serviços, construção civil) ou para a aquisição de ativos (ações, imóveis) ou bens de consumo<sup>170</sup>, na realidade o risco cambial não é neutralizado, mas se converte num maior risco de crédito, pois uma desvalorização tem impactos deletérios sobre a capacidade de pagamentos dos devedores, que não têm receitas em moeda estrangeira.

Nesse contexto, o potencial instabilizador dos fluxos de capitais sobre os sistemas bancários "emergentes" pode ser ainda maior. Diante da "ilusão" de um menor risco implícito nos empréstimos em (ou denominados em) moeda estrangeira (alavancados a partir do *funding* externo), os bancos expandem essa modalidade de crédito, encontrando respaldo na demanda das empresas e famílias devido à subestimação do risco cambial (dado o contexto de estabilidade ou valorização da taxa de câmbio). Conseqüentemente, aumenta o volume de transações com descasamento de moeda e, assim,

<sup>167</sup> A volatilidade das taxas de juros internacionais contribui, igualmente, para esse risco. Goldstein & Turner (1996) ressaltam que uma das causas das crises bancárias dos países "emergentes" foi exatamente esta volatilidade e seus efeitos sobre os fluxos de capitais.

<sup>168</sup> Mesmo as empresas exportadoras, com receitas em moeda estrangeira, podem enfrentar uma deterioração da sua situação financeira, devido aos efeitos adversos das apreciações cambiais sobre a sua rentabilidade (Kaminsky & Reinhart, 1996).

<sup>169</sup> Uma das especificidades dos países "emergentes", que os tornam mais vulneráveis às crises financeiras recentes, é exatamente o descasamento de moeda, associado tanto ao endividamento externo em moeda estrangeira como à dolarização. Na próxima seção, explorar-se-á as causas dessa especificidade. Sobre os diferentes tipos de dolarização, ver Studart (2001a).

<sup>170</sup> Foi exatamente essa modalidade de crédito, direcionada para setores que não geram divisas, que predominou nos ciclos de crédito alavancados por fluxos de capitais que precederam as crises dos "mercados emergentes" nos anos 90 (Goldstein & Turner, 1996). Vale ressaltar que a própria valorização cambial estimula os investimentos em setores não-comercializáveis.

a fragilidade financeira da economia às desvalorizações cambiais que, em geral, acompanham a reversão dos fluxos.

Todavia, é importante mencionar que os efeitos perversos da dolarização dos sistemas bancários "emergentes" são intensificados nos sistemas bimonetários, ou seja, quando são permitidos depósitos e empréstimos em moeda estrangeira. Nesse caso, a capacidade de alavancagem em moeda estrangeira dos bancos residentes é ainda maior, pois essas instituições têm a capacidade de expandir o crédito bancário em moeda estrangeira, independentemente do controle da autoridade monetária, dada a inexistência de um compulsório de 100% sobre os depósitos em dólares, que em geral caracteriza esses sistemas. Ou seja, as instituições bancárias residentes atuam não somente como intermediários financeiros dos recursos que captam no exterior, mas também como "criadores de dólares", possibilitando a multiplicação dos depósitos em moeda estrangeira.

O descasamento de moeda (associado seja ao endividamento externo em moeda estrangeira, seja aos empréstimos domésticos dolarizados, seja à existência de um regime bimonetário) reforça os *feedbacks* entre fragilidade cambial e bancária, sendo um dos principais determinantes da recorrência das crises gêmeas nos países "emergentes"<sup>171</sup>. Em outras palavras, esse descasamento intensifica os vínculos entre o comportamento dos fluxos de capitais, o nível da taxa de câmbio e a solvência dos agentes domésticos. Nesse contexto, uma reversão súbita dos fluxos pode provocar uma crise financeira de grande dimensão (*full scale financial crisis*), pois a desvalorização cambial que acompanha essa reversão provoca um aumento automático da fragilidade financeira dos bancos, das empresas e das famílias com passivos em moeda estrangeira, que, por sua vez, reforça a crise cambial, pois os esforços para quitar a dívida externa ou efetuar *hedge* para as posições descobertas em moeda estrangeira acentuam as pressões sobre a taxa de câmbio. Ademais, os instrumentos tradicionais de política para conter ou minimizar uma crise cambial, como o aumento da taxa de juros e a desvalorização cambial, perdem sua eficácia, pois acabam agravando a situação financeira desses agentes<sup>172</sup>.

<sup>171</sup> A fragilidade dos sistemas financeiros também reduz os graus de liberdade da autoridade monetária numa crise cambial, pois a elevação da taxa de juros, um dos instrumentos para deter a fuga de capitais, aumentaria ainda mais essa fragilidade. Esse aspecto é enfatizado pelos modelos convencionais de segunda e terceira geração.

<sup>172</sup> Este tipo de crise ocorreu na Ásia, como se verá a seguir.

Finalmente, é importante ressaltar que a "dolarização" não atinge somente o sistema bancário, mas diversos segmentos dos mercados financeiros "emergentes". Em vários países, como no México e no Brasil, o mercado de títulos públicos é parcialmente dolarizado, isto é, são emitidos títulos públicos indexados à variação cambial. A tendência de "dolarização" deste mercado foi impulsionada pela abertura financeira dos anos 90, já que os investidores estrangeiros demandam, preferencialmente, essa modalidade de título que não embute risco cambial, o qual é absorvido pelo emissor doméstico (ou seja, pelos tesouros nacionais). Contudo, esses títulos são demandados não somente por esses investidores. Os próprios investidores residentes demandam ativos denominados em moeda estrangeira, se recusando a deter ativos denominados em moeda nacional em momentos de instabilidade ou crise cambial (ver seção 3.3). Enquanto a taxa de câmbio está valorizada, esse tipo de instrumento constitui uma forma de financiamento barata para os governos locais. Todavia, no momento da crise cambial, a desvalorização tem efeitos adversos sobre as contas públicas. Vale mencionar que, quando esses títulos também precisam ser honrados em dólar, como no regime vigente na Argentina até 2002, os efeitos perversos da dolarização do mercado de títulos públicos são ainda maiores.

Após a caracterização geral deste padrão de crise que predominou nos países "emergentes", é possível identificar algumas especificidades das crises latino-americanas e asiáticas, bem como algumas diferenças nacionais<sup>173</sup>.

<sup>173</sup> Pretende-se, somente, apontar algumas especificidades dessas crises, bem como algumas diferenças entre as três principais crises latino-americanas, e não realizar uma análise detalhada dos determinantes e da dinâmica interna, que são específicos de cada crise. Sobre essas especificidades, ver também Carneiro (1999) e Unctad (1999).

### 3.2.1. América Latina

Na América Latina, o processo endógeno de deterioração das condições econômicas foi provocado pelo ingresso de capitais em resposta à aplicação bem sucedida de planos de estabilização ancorados em regimes de câmbio fixo ou quase-fixo e políticas monetárias restritivas. Como ressalta Kregel (1999:20), *"...successful stabilization policy carries the seeds of its own destruction in the form of excessive capital inflows to take advantage of the return differentials"*<sup>174</sup>.

De forma geral, esses fluxos contribuíram para a valorização cambial e para a emergência de ciclos de crédito, que alimentaram bolhas de consumo, associadas tanto ao ambiente macroeconômico desfavorável aos investimentos no início da década<sup>175</sup> quanto aos efeitos positivos da queda da inflação sobre a renda e a demanda de crédito das famílias. Esses ciclos resultaram, na maioria dos casos, na fragilização dos sistemas bancários domésticos. As políticas de esterilização, quando existentes, deterioraram as contas fiscais, devido ao próprio diferencial de juros que sustentava os fluxos; e envolveram a emissão de títulos indexados à taxa de câmbio, criando um vínculo entre a variação cambial e a situação fiscal.

Já a deterioração do resultado das balanças comerciais, que acentuou a dependência em relação aos fluxos de capitais voláteis, foi o resultado inevitável da combinação entre valorização cambial e abertura comercial, outro pilar da estratégia de estabilização e reformas adotada pelos países da região, nos moldes recomendadas pelo "Consenso de Washington". Como ressaltam Coutinho & Belluzzo (1996) e Damill, Fanelli & Frenkel (1996), essa combinação gerou um problema alocativo estático - devido ao processo de desindustrialização induzido pela concorrência das importações num contexto de câmbio valorizado - e dinâmico, porque o novo padrão de preços relativos estimulou investimentos em setores não-comercializáveis, que não ampliam a capacidade de geração futura e/ou em economia de divisas.

<sup>174</sup> A natureza "autodestrutiva" desses planos foi ressaltada, igualmente, por diversos autores, como Coutinho & Belluzzo (1996).

<sup>175</sup> Como ressalta Studart (2001b:9-10): *"In Latin America (...) investment was depressed during the 1980s, whereas fiscal disequilibria were significant. Given the macroeconomic uncertainties and the extent of competitive pressure put on investors, long-term expectations, and thus investment, tended to be highly depressed in the 1990s. Thus (...) most of these surges (of capital flows) are associated with 'over-consumption', rather than 'over-investment'"*.

Contudo, a despeito desses "denominadores comuns", as três principais crises que eclodiram na região nos anos 90 – as crises mexicana (1994/95), brasileira (1998/1999) e argentina (2001/2002) – se diferenciaram em termos da sua morfologia bem como da sua intensidade, devido, em grande parte, à gestão macroeconômica dos fluxos de capitais adotada (intervenção esterilizadora ou não-esterilizadora) e aos distintos graus de abertura financeira<sup>176</sup>. No momento da sua inserção na globalização financeira, esses países encontravam-se em situações bastante desiguais que, além de terem condicionado as opções de política, resultaram em diferentes graus de liberdade na escolha entre essas opções. Enquanto o México encontrava-se na etapa inicial do seu processo de estabilização monetária e já havia adotado algumas reformas liberalizantes, a Argentina e o Brasil ainda enfrentavam um contexto de elevada instabilidade macroeconômica e situações externa e fiscal desfavoráveis.

Mas, nos três casos o ingresso de capitais foi essencial para viabilizar os programas de estabilização com âncora cambial (Prates, 1997). Contudo, na Argentina, a implementação de um plano de estabilização baseado num regime de *currency board* implicou abertura financeira total da economia e adoção de uma estratégia de intervenção não-esterilizadora. Já no México e no Brasil, além dos programas antiinflacionários não terem exigido a liberalização completa da conta de capital e a conversibilidade monetária, optou-se pela estratégia de intervenção esterilizadora, com distintos graus de intensidade. Essas diferenças explicam, em grande parte, a menor intensidade das crises mexicana e, principalmente, brasileira vis-à-vis à Argentina<sup>177</sup>.

A crise mexicana ilustrou tanto os efeitos negativos da abertura do mercado de dívida pública para investidores estrangeiros e da dolarização deste mercado, quanto a fragilização inevitável do sistema bancário doméstico num contexto de liberalização dos fluxos de capitais e do mercado financeiro doméstico.

Um dos pilares da liberalização da conta de capital mexicana foi a permissão das aquisições por parte de investidores não-residentes do principal título do mercado de dívida pública, os *Cetes*, títulos de

<sup>176</sup> Para uma tipologia das respostas de política aos fluxos de capitais pelos países latino-americanos na década de 90, ver Prates (1997) e Titelman & Uttoff (1994). Sobre a experiência de abertura financeira desses três países e os impactos dos fluxos de portfólio e de investimento externo direto nos sistemas financeiros domésticos, ver: Freitas & Prates (1998).

<sup>177</sup> A seguir, destaca-se algumas especificidades das três crises latino-americanas, especificamente as diferentes combinações entre as fragilidades cambial, fiscal e bancária.



curto prazo, sem correção cambial<sup>178</sup> (Freitas & Prates, 1998). Entre 1991 e 1993, os não-residentes absorveram praticamente a totalidade do aumento líquido da dívida pública mexicana. Sua participação no estoque total dessa dívida, concentrada em *Cetes*, passou de 8% no final de 1990 para 57% no final de 1993<sup>179</sup>. Parte significativa desse aumento da dívida pública esteve associada à política de esterilização parcial do ingresso de capitais, a qual sustentava o diferencial de juros e estimulava ainda mais este ingresso (Griffith-Jones, 1996).

Contudo, após fevereiro de 1994, o prêmio exigido pelos investidores não-residentes e residentes para manterem esses títulos em seus portfólios aumentou substancialmente<sup>180</sup>, forçando a alta da sua taxa de juros. Para evitar a elevação significativa do custo de rolagem da dívida pública, o governo mexicano passou a oferecer *Tesobonos* a esses investidores, títulos indexados à taxa de câmbio. Essa substituição progressiva dos *Cetes* pelos *Tesobonos* reduziu no curto prazo esse custo, pois a taxa de juros desses últimos não precisava embutir o risco cambial. Mas, em contrapartida, aumentou a vulnerabilidade das contas públicas e do balanço de pagamentos a mudanças na direção dos fluxos de capitais<sup>181</sup>. Com a crise cambial no final de 1994, o setor público mexicano deparou-se com a necessidade de refinarçar um volume elevado de dívidas de curto prazo denominadas em dólares que, devido à desvalorização cambial, tiveram seu valor em moeda nacional ampliado<sup>182</sup>.

A segunda principal fonte de vulnerabilidade era o sistema bancário<sup>183</sup>, que expandiu excessivamente os empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos num contexto de mudanças estruturais no

<sup>178</sup> Em 1980, os não-residentes foram proibidos de investirem no mercado de títulos públicos mexicano (Palomino, 1997).

<sup>179</sup> O prazo médio das aplicações dos não-residentes era menor do que o prazo das aplicações de residentes: 280 versus 350 dias (Griffith-Jones, 1996).

<sup>180</sup> Além do aumento da taxa de juros americana, o elevado déficit em conta corrente e os conflitos na região de *Chiapas* também contribuíram para o aumento da aversão do risco desses investidores (Freitas & Prates, 1998).

<sup>181</sup> Em agosto de 1994, 80% dos *Tesobonos* fora do sistema bancário estavam nas mãos de não-residentes (Goldestein & Turner, 1996).

<sup>182</sup> Enquanto em dezembro de 1993, 70% da dívida pública mobiliária correspondiam aos *Cetes* e apenas 6% aos *Tesobonos*, em dezembro de 1994, 10% correspondiam aos *Cetes* e 87% aos *Tesobonos*. Ademais, os vencimentos estavam concentrados no primeiro trimestre de 1995, quando US\$ 9,9 bilhões em títulos teriam que ser "rolados" (Griffith-Jones, 1996).

<sup>183</sup> Vale ressaltar que a bolsa de valores mexicana também foi afetada pela fuga de capitais, mas não constitui um dos principais focos da crise. Esse mercado não foi tão fragilizado como o mercado de títulos públicos e o mercado de crédito bancário, pois, apesar de ter absorvido fluxos de portfólio estrangeiros – o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado acionário mexicano foi autorizado em 1989 –, a maior parte dos investimentos estrangeiros em ações mexicanas ocorreu mediante a aquisição de *American Deposit Receipts* (ADRs), títulos negociados nas bolsas de valores dos Estados Unidos (Freitas & Prates, 1998).

seu ambiente concorrencial. Estas mudanças estiveram associadas a três processos praticamente concomitantes: a desestatização dos bancos<sup>184</sup>, a desregulamentação financeira doméstica<sup>185</sup> e a abertura financeira que flexibilizou o acesso ao *funding* externo.

O processo de reforma constitucional que permitiu novamente a participação do setor privado na atividade bancária foi concluído em junho de 1990. Dos 18 bancos colocados a venda, a maior parte foi adquirida por grupos financeiros controlados pelas Casas de Bolsas, que tinham sido beneficiadas pelo ambiente de restrição à atividade dos bancos vigente entre 1982 e 1988 (Palomino, 1997). De acordo com vários autores (como Palomino, 1997 e Griffith-Jones, 1996), a inexperiência na área bancária dessas instituições financeiras, que não tinham *expertise* na avaliação dos riscos de crédito e de mercado, assim como no monitoramento dos empréstimos, contribuiu para a deterioração da qualidade dos ativos bancários.

A desregulamentação – que teve início em 1988, antes da privatização do sistema – eliminou os inúmeros controles à operação dos bancos que foram impostos entre 1982 e 1988 e que resultaram num processo de crescente desintermediação bancária. Além da redução e extinção, em 1991, dos encaixes compulsórios<sup>186</sup>, foram eliminadas progressivamente as “barreiras de entrada” dessas instituições em segmentos antes exclusivos aos intermediários não-bancários<sup>187</sup>, e autorizados novos instrumentos de captação bancária, não sujeitos a restrições de prazos ou taxas<sup>188</sup> (Palomino, 1997). Contudo, pode-se afirmar que a desregulamentação foi em parte uma legalização de práticas já

<sup>184</sup> Os bancos mexicanos foram estatizados em setembro de 1982, no contexto da grave crise econômica provocada pela interrupção dos fluxos de créditos voluntários ao país. As únicas instituições financeiras não incluídas no processo de nacionalização foram as organizações auxiliares de crédito e as casas de bolsas (sociedades de valores) (Palomino, 1997).

<sup>185</sup> Nesse período, os bancos mexicanos estavam sujeitos a um regime de elevados depósitos compulsórios e de limites máximos às taxas passivas, o que resultou em taxas de juros reais negativas na ponta da captação (dada a aceleração inflacionária). Os recursos do público foram canalizados para outros intermediários financeiros (como as empresas de *factorings* e as casas de bolsas), que não estavam sujeitos às restrições impostas sobre os bancos e, assim, tinham liberdade para oferecer taxas de juros mais elevadas e expandir o crédito (Palomino, 1997).

<sup>186</sup> Em março de 1989, o sistema de encaixes legais foi substituído por um sistema de coeficientes de liquidez, segundo o qual os bancos deveriam aplicar 30% dos recursos captados em depósitos no Banco do México e títulos governamentais. Assim, foram eliminadas as aplicações obrigatórias em créditos do governo federal e setores subsidiados. Em 1991, o Banco do México eliminou o coeficiente de liquidez obrigatório para a captação marginal dos bancos (Palomino, 1997 e Razú, 1994).

<sup>187</sup> Por exemplo, em 1988, os bancos foram autorizados a conceder avais bancários sobre papéis comerciais e uma modalidade de financiamento cuja garantia são as ações (denominadas *operaciones de reporto*), até aquele ano concedido exclusivamente pelas casas de bolsa (Palomino, 1997).

<sup>188</sup> Em março de 1989, o Banco do México autorizou os bancos a estabelecer livremente os prazos e as taxas de juros de suas operações e a pagar juros sobre as contas correntes (Palomino, 1997).

adotadas pelos bancos, pois, diante das perdas de fatias do mercado para outros intermediários financeiros, essas instituições, impulsionadas pela dinâmica concorrencial, haviam desenvolvido novos instrumentos de captação, buscando evadir a regulamentação bancária. No mesmo sentido, a autorização, em 1989, da formação de grupos financeiros em torno dos intermediários mais importantes do sistema – bancos e casas de bolsa – somente legalizou as relações já existentes entre as diversas instituições financeiras<sup>189</sup>.

Simultaneamente à liberalização financeira doméstica, no âmbito da abertura financeira o acesso dos bancos e das empresas às fontes de financiamento externas foi flexibilizado, com destaque para a permissão da emissão de títulos de curto prazo no exterior. Foram exatamente esses instrumentos de captação que predominaram: no caso dos bancos, os Certificados de Depósitos, negociados por suas agências ou sucursais no exterior; e, das empresas, de *Commercial Papers*. Em 1991, foram impostos limites sobre a captação de moeda estrangeira<sup>190</sup>, mas estes se revelaram eficazes no sentido de deter a exposição em moeda estrangeira desses agentes (Palomino, 1997, Gurría, 1997).

De acordo com Griffith-Jones (1996), nesse contexto de eliminação das restrições às atividades internas dos bancos, rápida liberalização da conta de capital e transferência da propriedade dos bancos para grupos financeiros inexperientes, a sobre-expansão do crédito (que se direcionou sobretudo para o consumo) era inevitável, já que essas reformas liberalizantes não foram precedidas ou acompanhadas pelo aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias:

*(...) en México, en un contexto de una supervisión y regulación bancarias relativamente laxas, rápida reducción del encaje y reciente privatización bancaria, estaban dadas las condiciones para una gran expansión del crédito, con un crecimiento desmedido del otorgado a los consumidores (Griffith-Jones, 1996: 152).*

<sup>189</sup> Essa tensão permanente entre a lógica da concorrência bancária e a regulamentação à qual os bancos devem estar sujeitos é ressaltada por Freitas (1997a e b), na análise das transformações dos sistemas bancários dos países centrais, como se destacou no capítulo 2.

<sup>190</sup> No segundo semestre de 1991, o Banco do México adotou medidas para conter o endividamento externo dos bancos, que foram obrigados a manter um percentual de 15% das captações em moeda estrangeira e em instrumentos de alta qualidade e liquidez. Em abril de 1992, diante da pequena eficácia dessas medidas, restrições adicionais foram adotadas: esse endividamento foi limitado a 10% dos seus passivos totais (Razú, 1994 e Palomino, 1997).

Na realidade, foram adotadas medidas na área de supervisão prudencial<sup>191</sup>, para limitar o risco de crédito. Todavia, essas medidas, que implicam aportes adicionais de capital, não foram implantadas rapidamente, pois ocorreram no âmbito do processo de desestatização dos bancos, que significou elevados desembolsos para os grupos financeiros privados que participaram do processo (Palomino, 1997).

Contudo, mesmo se essas medidas tivessem sido adotadas prontamente ou se o reforço da supervisão e regulamentação tivesse sido mais radical, a fragilização bancária era inevitável. Como já mencionado, em todas as experiências de liberalização, seja nos países centrais, seja nos "emergentes", a eliminação dos controles sobre as atividades dos bancos, num contexto de acirramento da concorrência, resultou na expansão excessiva do crédito, sem uma avaliação adequada dos riscos. No caso do México, a deterioração dos balanços bancários também esteve associada à esterilização parcial dos fluxos de capitais, que permitiu a expansão da liquidez doméstica e, assim das reservas bancárias nos momentos de ingresso líquido de recursos e, ao progressivo descasamento de moeda associado principalmente ao *funding* externo, pois o grau de dolarização dos depósitos bancários era pequeno<sup>192</sup> (ao contrário da Argentina, como se destacará a seguir). O perfil desse endividamento predominantemente de curto prazo contribuiu, igualmente, para a vulnerabilidade do sistema bancário à reversão dos fluxos de capitais.

Ademais, é importante mencionar que a estratégia de estabilização com âncora cambial, lançada em 1987, com o *Pacto de la Solidariedad*<sup>193</sup>, estimulou tanto o endividamento externo por parte dos bancos e dos agentes não-financeiros (dada a combinação de taxas de cambiais administradas e altas taxas de juros domésticas) quanto o endividamento interno das famílias e as empresas, dado o

<sup>191</sup> Foram adotados os princípios internacionais, seguindo as recomendações do Acordo da Basiléia. O nível de capitalização foi elevado para 6%, sendo que em 1992 deveria alcançar os 8%. Os bancos também foram obrigados a constituir reservas preventivas, a partir da classificação dos empréstimos através de um mecanismo que contém 5 níveis de risco (Palomino, 1997).

<sup>192</sup> De 1986 a 1991, os depósitos em moeda estrangeira apenas eram permitidos para empresas localizadas próximas à fronteira com os EUA. Em 1991, esses depósitos foram liberalizados para pessoas físicas domiciliadas nestas localidades e para pessoas jurídicas mexicanas de forma geral. As condições de acesso de não-residentes a estes depósitos foram flexibilizadas em 1993, mas permanecem limitadas. Apenas representações oficiais de governos estrangeiros, organismos internacionais e pessoas físicas estrangeiras que prestam serviços a estas instituições podem abrir contas em moeda estrangeira no México. Devido a essas restrições, estes depósitos captam um volume reduzido de recursos e são utilizados, fundamentalmente, em operações relacionadas com o comércio exterior (Banco del México, 1997 e 1998, *apud* Freitas & Prates, 1998).

<sup>193</sup> Além da âncora cambial, esse plano envolveu as políticas tradicionais de contração da demanda agregada (fiscal e monetária) e políticas de renda. Em novembro de 1991, a política cambial foi flexibilizada, com a adoção de um regime de bandas cambiais, com o teto sujeito a pequenos ajustes diários e piso fixo (Razú, 1994 e Gurria, 1997).



contexto de remonetização, aumento da renda devido à queda da inflação e retomada do crescimento no início da década (BIS, 1995).

Com a crise cambial, a fragilização bancária se explicitou, tanto em função da forte contração do *funding* externo predominantemente de curto prazo<sup>194</sup>, quanto do impacto da desvalorização cambial sobre balanços dos bancos, já que grande parte de suas posições em moeda estrangeira não estava lastreada por operações de *hedge*<sup>195</sup>. A política monetária restritiva adotada após a crise, para evitar uma desvalorização descontrolada, deteriorou ainda mais a situação financeira dos devedores domésticos, não somente devido aos seus efeitos recessivos, mas também ao perfil dos créditos denominados em moeda doméstica, que foram concedidos a taxas pós-fixadas, ou seja, indexadas à taxa de juros do mercado<sup>196</sup>.

A deterioração dos balanços dos bancos, que já se evidenciava em 1994, constituiu um dos condicionantes da decisão do governo mexicano de não elevar a taxa de juros doméstica ao longo de 1994. Em dezembro deste ano, a saída maciça de capitais, promovida por investidores residentes e não-residentes no país, resultou na eclosão da crise cambial. A consequência imediata desse episódio foi a liberalização da taxa de câmbio, seguida pela desvalorização oficial do peso no dia 19 de dezembro de 1994. Mas, os determinantes em última instância da crise foram o elevado déficit em transações correntes financiado por recursos de curto prazo e a excessiva valorização cambial, intimamente associada aos influxos de capitais e a uma absorção de recursos reais inferior à absorção de recursos financeiros, que redundou em acumulação de reservas. Como ressalta Carneiro (1999:85):

<sup>194</sup> Ademais, como ressalta Griffith-Jones (1996), uma parte das linhas externas de curto prazo era garantida por *Tesobonos*. Assim, a queda do valor desses títulos resultou numa redução simultânea do valor dos colaterais oferecidos pelos bancos mexicanos.

<sup>195</sup> Entre dezembro de 1993 e dezembro de 1994, em consequência da desvalorização do peso frente ao dólar, o passivo em moeda estrangeira dos bancos mexicanos aumentou de 89 bilhões de pesos para 174 bilhões de pesos. As empresas também acumularam elevados passivos em moeda estrangeira, 60% do total no caso das médias e grandes empresas (Goldestein & Turner, 1996).

<sup>196</sup> Ao longo de 1995, o Banco do México criou vários instrumentos para auxiliar o saneamento do sistema bancário, dentre os quais: um fundo de apoio aos bancos (*Fobaproa*); um programa de reestruturação das dívidas; um programa de Capitalização (*Procapte*) e um sistema mais rigoroso de constituição preventiva de reservas. Outra medida adotada em 1995 para facilitar o processo de recapitalização foi a modificação da estrutura acionária dos bancos e das demais instituições controladoras dos grupos financeiros no sentido de permitir uma maior participação de pessoas jurídicas mexicanas e de estrangeiros. Ou seja, foi flexibilizado o ingresso de instituições financeiras estrangeiras no sistema bancário doméstico, processo também observado no Brasil e na Argentina, após, respectivamente, a fragilização e a crise bancárias de 1995, como se destacará a seguir. Sobre o ajuste do sistema bancário mexicano após a crise de 1995, ver: Palomino (1997).



*A crise mexicana possui, assim, os ingredientes de uma crise clássica de balanço de pagamentos, tais como déficit em transações corrente crescente, apreciação cambial e o recurso a capitais de curto prazo. Se essa é a sua manifestação, as raízes mais profundas estão na adoção de políticas consentâneas com a integração na economia global, vale dizer, a conversibilidade plena da conta de capital e a liberalização do sistema financeiro doméstico.*

A crise brasileira teve algumas semelhanças com a crise mexicana que a precedeu, pois também possuiu os ingredientes clássicos de uma crise de balanço de pagamentos e suas raízes estão na estratégia de inserção da economia na globalização financeira. Mas, além da sua menor intensidade, essa crise pode ser considerada um caso particular entre as crises dos países "emergentes" nos anos 90, pois não teve um caráter gêmeo.

A crise cambial não foi acompanhada por uma crise bancária, mas pela fragilização das contas públicas, devido a uma conjunção de fatores. O primeiro fator refere-se ao grau de dolarização do sistema bancário brasileiro. Este grau é muito pequeno, relativamente aos demais países latino-americanos, o que atenuou o descasamento de moeda do sistema e sua vulnerabilidade às mudanças na direção dos fluxos de capitais. No Brasil, permanecem proibidos os empréstimos e os depósitos em moeda estrangeira de residentes e não-residentes<sup>197</sup>. Apenas são permitidos créditos com correção cambial, ou seja, denominados em moeda estrangeira, a partir do repasse dos recursos externos captados pelos bancos<sup>198</sup>. Mas, a participação relativa desses créditos no sistema financeiro doméstico não é significativa. Na realidade, grande parte desses recursos foi utilizada em operações de arbitragem, por intermédio da compra dos títulos públicos, principalmente de papéis indexados à variação cambial. Ou seja, os recursos internalizados pelo setor privado financeiro foram repassados para o setor público mediante operações de esterilização realizadas pelo Banco Central com títulos de sua própria emissão ou do Tesouro<sup>199</sup>. Assim, o impacto dos fluxos de capitais sobre o crédito doméstico não foi significativo (Prates, 1997 e 2000).

<sup>197</sup> Um dos principais condicionantes desta especificidade foi o desenvolvimento da moeda indexada na década de 80 (aplicações financeiras de liquidez diária) que, ao substituir a moeda nacional nas suas funções de reserva de valor e unidade de conta, foi capaz de evitar a dolarização das relações monetárias e financeiras, como ocorreu na Argentina (Prates, 1997).

<sup>198</sup> Vale mencionar que esse endividamento foi desestimulado pelas autoridades econômicas em momentos de abundância de recursos externos, mediante a imposição de controles diretos - prazos mínimos de captação - e indiretos - como tributação decrescente com o prazo dos títulos (Prates 2000).

<sup>199</sup> A esse respeito, ver Carneiro & Garcia (1994) e Meyer (1994).

A menor vulnerabilidade do sistema bancário brasileiro no momento da crise cambial não decorreu somente da menor intensidade do problema de descasamento de moeda, que caracterizou as crises recentes. Três fatores adicionais contribuíram para atenuar essa vulnerabilidade.

Em primeiro lugar, o processo de reestruturação e ajuste do sistema iniciado em 1995, após a fragilização crescente associada à brutal contração de liquidez decorrente das políticas restritivas adotadas em resposta aos impactos da crise mexicana. Como defende Freitas (2000), ao contrário dos sistemas mexicano e argentino, o sistema bancário brasileiro não enfrentou, em 1995, uma crise bancária *estricto senso*, caracterizada pela falência em cadeia de instituições, com reflexos para o sistema de pagamentos e a atividade econômica, mas um processo de fragilização crescente. Este processo, por sua vez, não esteve vinculado aos efeitos dinamizadores dos fluxos de capitais sobre o crédito interno, mas, fundamentalmente, aos impactos da estabilização de preços, alcançada com o Plano Real<sup>200</sup>, sobre a rentabilidade dos bancos.

No Brasil, esses impactos foram mais intensos em função do desenvolvimento da moeda indexada, que evitou fuga da moeda nacional<sup>201</sup> e, conseqüentemente, a desmonetização (como na Argentina) e a desintermediação bancária (como no México). Pelo contrário, a participação do sistema bancário no PIB aumentou continuamente na década de 80<sup>202</sup> e o desempenho dos bancos brasileiros neste período também foi surpreendente *vis-à-vis* os demais países latino-americanos, devido às elevadas

<sup>200</sup> O Plano Real foi um plano de estabilização com âncora cambial, mas com algumas peculiaridades. A Unidade de Referência de Valor (URV), criada em fevereiro de 1994, viabilizou a desindexação progressiva da economia. Em 1º de julho de 1994, a reforma monetária criou a nova moeda, o Real, que equivalia naquele momento a 1 URV e 1 dólar. Sobre a lógica do Plano Real, suas principais etapas e seus efeitos sobre a inflação, ver Andrei (2000).

<sup>201</sup> A gestão monetária ao longo da década de 80 havia recuado para o reconhecimento da quebra da unidade das funções da moeda nacional. Buscou legitimar o "dinheiro velho" em pelo menos uma das suas funções - a de meio de troca - e evitar, por meio da moeda indexada (aplicações financeiras de curtíssimo prazo), que as funções de padrão de preços e contratos e de reserva de valor fossem exercidas por uma moeda estrangeira (Belluzzo & Almeida, 1990). Esse arranjo institucional peculiar foi particularmente favorável para as instituições financeiras, que usufruíam elevados lucros propiciados pela inflação e pela atuação como intermediários entre o governo e o público na gestão da dívida pública (Carvalho, 1995).

<sup>202</sup> Essa participação aumentou de 8,3% no início da década para 26,4% em 1989.

receitas inflacionárias<sup>203</sup> (Morris, 1990). Conseqüentemente, a estabilização monetária, ao praticamente zerar essas receitas, eliminou a principal fonte de rentabilidade dessas instituições<sup>204</sup>.

Nesse contexto, os bancos procuraram recompor sua rentabilidade mediante a expansão das operações de crédito e, em menor medida, do aumento das tarifas. Essa estratégia encontrou respaldo na procura por crédito dos agentes econômicos. A queda da inflação estimulou o endividamento das pessoas físicas para a compra de bens de consumo duráveis, devido à maior previsibilidade quanto aos fluxos futuros de rendimento dos assalariados e aos seus efeitos positivos, num primeiro momento, sobre a população de baixa renda. As expectativas positivas em relação à sustentação da estabilidade e à recuperação do crescimento, por sua vez, induziram o aumento da demanda de crédito pela indústria e o comércio (Carneiro et al., 1995). Contudo, antevendo a possibilidade dessa expansão e dos seus efeitos deletérios sobre a inflação, simultaneamente à reforma monetária o Banco Central elevou os recolhimentos compulsórios sobre os diversos tipos de depósito e manteve as taxas de juros reais elevadas<sup>205</sup>.

A política monetária restritiva, no entanto, não foi capaz de conter a expansão do crédito, que alimentou uma "bolha de consumo"<sup>206</sup>. A tentativa do Banco Central de limitar a criação de liquidez entrou em conflito com a lógica da concorrência bancária. Os bancos, impulsionados pela busca de lucros e pela ameaça de perder fatias de mercado, expandiram os empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos, no contexto de expectativas otimistas, gerado pela estabilidade de preços e pelo crescimento da demanda após o Plano Real. No caso brasileiro, o comportamento pró-cíclico típico dessas instituições foi reforçado pela necessidade de recomposição das receitas. Já a avaliação inadequada do risco também decorreu da estrutura operacional dos bancos brasileiros, que precisava

<sup>203</sup> É importante distinguir as receitas inflacionárias - que constituem os ganhos derivados da corrosão, pela inflação, dos valores reais de recursos de terceiros depositados nos bancos, sem remuneração ou remunerados abaixo da inflação - das receitas de *float*, que se referem ao rendimento adicional gerado pelos recursos não-remunerados ao serem aplicados pelos bancos, mesmo com inflação zero (Carvalho, 1995).

<sup>204</sup> As receitas inflacionárias, que correspondiam a 4% do PIB, em média, no período 1990-93, diminuíram para 2% PIB em 1994, e se tornaram desprezíveis em 1995 (IBGE/Andima, 1997).

<sup>205</sup> A partir de 1/7/94, passaram a incidir sobre a captação de depósitos a vista, a prazo e de poupança os seguintes percentuais de recolhimento compulsório, respectivamente: 100% (em espécie), 20% (em títulos federais) e 20% (espécie e títulos públicos). Em agosto, os compulsórios sobre depósitos a prazo e de poupança foram novamente elevados. Em outubro, medidas adicionais de restrição ao crédito foram adotadas, como o limite máximo de 3 meses para as operações de crédito (Freitas, 2000).

<sup>206</sup> O ciclo de crédito sustentou uma bolha de consumo e, conseqüentemente, os agentes mais fragilizados foram as famílias, cujo endividamento foi em parte indexado ao dólar. Assim, houve poucos casos de falências corporativas, como na Ásia (Unctad, 1999).

ser adaptada ao aumento da importância da atividade de intermediação financeira relativamente às operações de tesouraria, responsáveis pela obtenção das receitas inflacionárias (Freitas, 2000).

Ademais, a ampliação do crédito foi acompanhada pelo aumento do seu custo, pois as instituições procuraram compensar a pequena ou nula remuneração dos compulsórios mediante a elevação dos *spreads*. Este aumento, por sua vez, não desestimulou a demanda de crédito, que se tornou inelástica aos juros, dadas as expectativas otimistas em relação às receitas futuras e à rolagem das dívidas após a estabilização monetária<sup>207</sup> (Freitas, 2000).

A expansão das receitas com operações de crédito - e, em menor medida, o aumento das tarifas - foi mais do que suficientes para garantir a manutenção da rentabilidade dos bancos no primeiro ano do Plano Real (Carvalho, 1995). No entanto, esta estratégia teve como contrapartida o crescimento do risco das carteiras de empréstimos, pois a expansão do crédito num ambiente de taxas de juros elevadas, limitação dos prazos e avaliação inadequada dos riscos resultou em aumento dos créditos de liquidação duvidosa. Neste contexto, o aperto da política monetária no primeiro trimestre de 1995 - por meio do aumento dos juros e de restrições adicionais ao crédito - em resposta à saída de capitais provocada pela crise do México, reforçou a situação de fragilidade financeira das instituições bancárias<sup>208</sup>. Assim, no caso brasileiro, dado o menor vínculo entre os fluxos de capitais e o ciclo de crédito doméstico, a contração da liquidez internacional afetou o sistema bancário de forma indireta, via aumento das taxas de juros.

Contudo, a fragilização não se transformou em crise bancária, devido, em grande parte, às medidas implementadas pelo Banco Central, tanto preventivamente - como a flexibilização dos compulsórios no final de 1994 - quanto após a explicitação da situação de fragilidade com a intervenção no Banco Econômico, em agosto de 1995, que revelou a inexistência de instrumentos ágeis e eficazes à disposição da autoridade monetária para intervir em instituições em dificuldades. Com esse objetivo,

<sup>207</sup> Outro fator que explica este comportamento é a ilusão monetária no momento da contratação das dívidas: os consumidores levam em consideração o valor da prestação *vis-à-vis* a sua renda, e não a taxa de juros real embutida no financiamento.

<sup>208</sup> As instituições financeiras mais fragilizadas foram os bancos de pequeno porte, que se revelaram viáveis somente num contexto de alta inflação, e alguns bancos de grande porte, como o Econômico e Nacional. Estas instituições adotaram uma postura particularmente agressiva na expansão dos créditos, na tentativa de reduzir ou eliminar os desequilíbrios operacionais que já apresentavam antes do Plano Real, os quais, por sua vez, eram encobertos pelos ganhos propiciados pela inflação. Nos dois casos, as dificuldades financeiras também estiveram associadas a práticas fraudulentas, que não foram detectadas pelo Banco Central, o que revelou as deficiências dos mecanismos de supervisão e controle das atividades bancárias no País (Freitas, 2000).



o governo regulamentou, no dia 16 de novembro, o Programa de Estímulo a Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (Proer)<sup>209</sup> e o seguro de depósito, bem como ampliou os poderes de intervenção do Banco Central em instituições com problemas de solvência. Estas medidas viabilizaram a absorção do Banco Nacional pelo Unibanco e do Bamerindus pelo HSBC. Dado o clima de incerteza que prevalecia nos mercados financeiros, a falência de outra instituição de grande porte poderia provocar o alastramento da crise para sistema financeiro como um todo. Como ressalta Freitas (2000:252), *"como modalidade de empréstimo em última instância, o Proer cumpriu papel importante, ao diminuir a vulnerabilidade do sistema financeiro na transição para o quadro econômico de baixa inflação"*.

Na seqüência destes efeitos, teve início um processo de reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro, mediante fusões e aquisições, que contribuiu para sua adaptação ao novo ambiente macroeconômico de baixa inflação e para a maior solidez patrimonial do sistema, que o tornou menos vulnerável aos choques externos e à reversão dos fluxos de capitais, como ocorreu com a crise cambial de 1999. Além da atuação do Banco Central em prol do saneamento deste sistema, mediante o Proer e a intervenção em várias instituições em dificuldade<sup>210</sup>, este processo também foi condicionado pelas demais medidas de política financeira – que estimularam a redução do número de instituições financeiras<sup>211</sup> –, pela decisão das autoridades governamentais de privatizar e internacionalizar<sup>212</sup> o sistema e pela própria dinâmica concorrencial dos bancos<sup>213</sup> (Freitas, 2000 e Braga & Prates, 1999).

<sup>209</sup> O Proer permite a transferência dos ativos e passivos de boa qualidade das instituições insolventes para outras instituições. Os créditos irrecuperáveis são absorvidos pelo Bacen, que também financia a aquisição da parte "saudável" da carteira da instituição. Essas duas medidas foram retroativas para os bancos sob intervenção a partir do Plano Real (Freitas, 2000).

<sup>210</sup> Vale destacar que essa atuação do Banco Central, que foi fundamental para evitar a eclosão de uma crise bancária, implicou elevados custos fiscais. Sobre esses custos, ver Freitas (1998).

<sup>211</sup> Dentre as quais, destaca-se a exigência de enquadramento das instituições aos princípios do acordo da Basileia (Freitas, 2000).

<sup>212</sup> A internacionalização foi "deslanchada" após a Exposição de Motivos nº 311, de 23 de agosto de 1995, editada pelo ministro da Fazenda após aprovação pelo Presidente da República, estabelecendo que era do interesse nacional a entrada e/ou aumento da participação daquele capital no sistema financeiro. Sobre o processo de internacionalização do sistema bancário brasileiro, ver Freitas (1998) e Freitas & Prates (2001d).

<sup>213</sup> Como destaca Freitas (2000:258), *"(...) os bancos são instituições ativas que definem suas estratégias de ação com o propósito de ampliar suas vantagens em relação aos concorrentes. A absorção de outras instituições é, portanto, uma das armas utilizadas no processo contínuo de buscar vantagens competitivas, que se traduzam em maior poder de mercado e ganhos extraordinários"*.



Além da sua maior solidez patrimonial, o menor potencial de alavancagem do sistema bancário brasileiro, frente aos seus congêneres latino-americanos, também atenuou sua vulnerabilidade no momento da crise cambial de 1999. Além da estratégia de intervenção esterilizadora ter sido mais radical que no caso do México, a abertura financeira não foi acompanhada por uma flexibilização ou eliminação dos recolhimentos compulsórios. Pelo contrário, estes recolhimentos foram elevados no momento de adoção do Plano Real, como mencionado. E, apesar de terem sido flexibilizados desde então, ainda permanecem num patamar relativamente alto.

Finalmente, o caráter antecipado da crise brasileira também contribuiu para não converter a crise cambial numa crise bancária. Como ressalta Farhi (2002: 51), *"a crise cambial de janeiro de 1999 inscreveu-se na continuidade do ataque especulativo iniciado a partir da moratória russa e agravada pela percepção da degradação dos fundamentos econômicos do país e pela intensa sangria de reservas cambiais"*. Como a crise estava embutida nas expectativas dos investidores nacionais e internacionais<sup>214</sup>, a maioria das instituições financeiras já havia coberto seus riscos cambiais seja mediante a aquisição de divisas no mercado à vista – viabilizada pelo elevado estoque de reservas, "inflado" após o pacote de ajuda preventiva do FMI –, seja através da compra de títulos públicos com correção cambial, seja realizando operações nos mercados de derivativos<sup>215</sup> (Farhi, 2002 e Unctad, 1999).

A contrapartida da solvência do sistema bancário foi a fragilização fiscal crescente. Em primeiro lugar, parte do ajuste do sistema foi financiada via expansão da dívida pública. Em segundo lugar, as operações de esterilização contribuíram para atenuar os efeitos dos fluxos de capitais sobre a liquidez interna e, assim, sobre o mercado de crédito bancário, mas tiveram consequências perversas sobre as contas públicas. Em terceiro lugar, além do crescimento do estoque dessa dívida, associado ao ingresso de capitais, seu perfil também se modificou, com o aumento da participação dos títulos

<sup>214</sup> Os efeitos menos intensos e duradouros da crise brasileira sobre o mercado financeiro internacional decorreram tanto do seu caráter antecipado e do elevado volume de reservas cambiais, que permitiu a saída ordenada desses agentes, quanto da redução do grau de alavancagem das carteiras dos grandes bancos e investidores globais, após a crise russa e do LTCM. Ademais, o ambiente internacional favorável contribuiu para o efeito-contágio efêmero da crise brasileira. Além dos baixos níveis das taxas de juros nos países centrais – após a crise do LTCM, o FED reduziu as taxas de juros três vezes consecutivas – os preços das ações americanas tinham valorizado em torno de 30% nos três meses anteriores e as agências de *rating* haviam revisto para cima os *ratings* da Coreia, Tailândia e Malásia (Adams, Mathienson & Shinasi, 1999 e Farhi, 2002).

<sup>215</sup> Contudo, houve algumas exceções. Como ressalta Farhi (2002), *"(...) algumas posições especulativas permaneceram 'vendidas' no mercado de derivativos, ocasionando uma operação de 'socorro' do BC, que deu origem a uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI)"*.

indexados à taxa de câmbio. Esses títulos passaram a ser demandados progressivamente pelos investidores externos, bancos e empresas como opção de *hedge* cambial, na medida em que aumentavam as incertezas em relação à sustentabilidade do regime de câmbio administrado<sup>216</sup>. Além da venda de títulos cambiais, o banco central também ofereceu esse tipo de *hedge* mediante sua atuação no mercado de derivativos de câmbio. Foi exatamente essa atuação que garantiu liquidez ao mercado, contribuindo “*para que as operações de cobertura de riscos anulassem ou reduzissem muito o impacto da desvalorização nos balanços de instituições financeiras e grandes empresas privadas*” (Farhi, 2002:53)<sup>217</sup>.

Assim, no Brasil, os custos da desvalorização cambial foram absorvidos pelo Tesouro<sup>218</sup>. A estratégia de alterar o perfil da dívida pública, a atuação do Banco Central no mercado de derivativos e a perda de reservas constituíram mecanismos de “socialização das perdas” dos detentores de passivos cambiais<sup>219</sup>. Os bancos, em sua maioria, tiveram ganhos expressivos com a crise, pois além das suas posições em títulos públicos denominados em moeda estrangeira, também estavam “comprados” no mercado futuro. Já o setor privado não-financeiro sofreu indiretamente os efeitos da crise devido à estratégia de defesa da paridade via política monetária restritiva.

A crise argentina foi a mais intensa e perversa das crises latino-americanas: não foi somente uma crise cambial, mas uma crise bancária e financeira interna. A natureza e dimensão desta crise decorreram, em grande medida, da estratégia de estabilização e integração à globalização financeira adotada por este país no início dos anos 90.

Em março de 1991, a Lei de Conversibilidade estabeleceu um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária, ou seja, um regime de *currency board*. Essa lei também autorizou a realização de contratos monetários e financeiros em qualquer moeda estrangeira. Assim, a

<sup>216</sup> Além da dolarização progressiva da dívida pública, os títulos pós-fixados também aumentaram sua participação vis-à-vis os pré-fixados nesse contexto de maior incerteza cambial, devido ao seu menor “risco de preço”. Assim, as sucessivas elevações das taxas de juros internas para deter a fuga de capitais e a desvalorização, também contribuíram para deteriorar as contas públicas.

<sup>217</sup> O Banco Central detinha cerca de 80% do total de posições vendidas (Comissão Parlamentar de Inquérito sobre os Bancos, 1999, *apud* Farhi, 2002).

<sup>218</sup> Sobre essas operações e sua relação com a crise cambial brasileira, ver Farhi (2001b e 2002).

<sup>219</sup> Vale lembrar que esse tipo de “socialização” tem sido um fato recorrente na história do Brasil.

dolarização<sup>220</sup> foi legalizada, com o objetivo de reverter o processo de desmonetização, consolidando um regime bimonetário<sup>221</sup>. Esta estratégia implicou, igualmente, total liberdade dos movimentos de capitais entre o país e o exterior<sup>222</sup>, uma vez que nesse tipo de regime a base monetária é determinada pela variação das reservas internacionais, isto é, pelo ingresso líquido de recursos externos (Fanelli & Machinea, 1997). Outra mudança institucional fundamental foi a nova Carta Orgânica do Banco Central, regulamentada em setembro de 1992, que completou a reforma monetária. Essa lei estabeleceu a independência do Banco Central argentino, proibiu a emissão de títulos e a remuneração das reservas bancárias, restringiu fortemente a atuação auxílio do Banco Central como prestador em última instância<sup>223</sup> e sua capacidade de financiar o governo<sup>224</sup>. Ademais, concedeu total liberdade para a concessão de créditos em peso e dólares pelas instituições financeiras (Rozenwurcel & Bleger, 1997).

Assim os pilares do regime monetário-cambial argentino, vigente entre abril de 1991 e janeiro de 2002 eram: câmbio fixo, conversibilidade monetária dos pesos em dólar (a paridade fixa de 1 para 1), sistema bimonetário, total abertura financeira com o exterior e banco central independente.

O ingresso de capitais, excessivo nos primeiros anos do regime dado o contexto de liquidez internacional abundante, teve um papel fundamental no processo de remonetização e na recuperação do nível de intermediação financeira doméstica. Por um lado, grande parte dos fluxos de capitais ingressou na forma de depósitos de não-residentes nos bancos locais, que serviram de *funding* à expansão dos empréstimos. Por outro lado, dado o regime de conversibilidade, o efeito de um aumento das reservas de divisas era a expansão das reservas bancárias e, assim, da capacidade de

<sup>220</sup> Na Argentina, ocorreu uma dolarização progressiva das relações monetárias e financeiras na década de 80, que consistiu a resposta dos agentes à inflação crônica e, num segundo momento, à hiperinflação (Machinea, 1996).

<sup>221</sup> Antes dessa lei, já haviam sido tomadas algumas medidas no sentido de aprofundamento da dolarização, como a lei nº 23.578 de 1989, que concedeu maior segurança aos depósitos em moeda estrangeira, ao obrigar as instituições financeiras a devolver os depósitos na mesma moeda em que foram realizados e vedar o acesso do Banco Central a esses recursos (Rozenwurcel & Bleger, 1997).

<sup>222</sup> Duas medidas foram fundamentais para a liberalização total do movimento de capitais entre o país e o exterior: a liberalização total do mercado do câmbio e a Lei de "Olvido Fiscal" (Lei nº 24.073 de abril de 1992), que eliminou a tributação existente sobre a repatriação de recursos de argentinos no exterior (Ferrari, 1998).

<sup>223</sup> O limite das operações de assistência financeira de liquidez era dado pela proporção de títulos públicos denominados em dólares que podiam servir de lastro para a base monetária, juntamente com as reservas internacionais (um limite máximo de 33% dessas reservas). Quando essa proporção era menor que o teto permitido, o Banco Central podia comprar títulos públicos dos bancos com problemas de liquidez, até atingir o limite estabelecido (Meyer, 1997).

<sup>224</sup> Foi definido um limite máximo de títulos do Tesouro Nacional que o Banco Central pode adquirir, sendo que o crescimento anual do valor desses títulos em carteira não poderia ser superior a 10% ao ano (Meyer, 1997).

empréstimo dos bancos, que num contexto de expectativas otimistas expandiram o crédito, respaldando a demanda das famílias e empresas. Vale lembrar que neste regime as operações de esterilização eram inexistentes. Ou seja, a estratégia de gestão dos fluxos de capitais era a intervenção não-esterilizadora, que implica alto grau de receptividade da economia a esses fluxos.

Contudo, a estabilização e a adoção da conversibilidade monetária não resultaram numa recuperação substancial da demanda de moeda doméstica, mas, pelo contrário, provocaram um aprofundamento da dolarização, já que os depósitos em moeda estrangeira tornaram-se predominantes (Machinea, 1996 e Rozenwurcel & Bleger, 1997). Ademais, a dolarização dos depósitos foi estimulada pelas próprias autoridades após a primeira crise enfrentada pelo sistema em 1995, decorrente do "efeito-tequila"<sup>225</sup> e se acentuou ainda mais após as crises asiática e russa, que resultaram num aumento da aversão ao risco dos investidores estrangeiros. A retração dos fluxos de capitais, somada aos demais choques externos que atingiram a Argentina no biênio 1998-1999<sup>226</sup>, implicaram uma deterioração crescente da sua situação externa, explicitando cada vez mais a insustentabilidade do modelo. A manifestação da deterioração da confiança em âmbito doméstico foi a progressiva troca de depósitos em pesos pelos depósitos em dólares (Fanelli, 2002 e Cintra & Farhi, 2002)<sup>227</sup>.

Diante da progressiva dolarização de seu *funding* interno (ou seja, dos depósitos bancários), os bancos concederam, sobretudo, empréstimos em dólares, multiplicando esses depósitos e expandindo os "argendólares". Observou-se uma progressiva dolarização das transações monetárias e financeiras internas e um desequilíbrio crescente entre as reservas (o lastro do sistema) e a massa de liquidez bimonetária interna (Freitas & Prates, 1998). Este desequilíbrio foi agravado pelo aumento progressivo da taxa de juros doméstica, como reflexo do "risco-país" cada vez mais elevado, que inflava o volume de ativos financeiros domésticos (Cintra & Farhi, 2002). Ademais, a expansão do segmento dolarizado não foi acompanhada por um alongamento dos prazos dos depósitos, que continuaram concentrados em 30 dias, e os créditos dolarizados foram canalizados, principalmente,

<sup>225</sup> Sobre o comportamento do sistema bancário argentino entre 1991-1995 e as medidas adotadas em 1995, para enfrentar o "efeito tequila", ver: Calcagno (1997).

<sup>226</sup> Segundo Fanelli (2002), os principais choques que afetaram a balança comercial argentina foram: a desvalorização do Real; a queda dos preços das exportações; a apreciação do dólar em relação ao euro; e a deterioração dos termos de troca.

<sup>227</sup> Sobre a insustentabilidade do modelo argentino, ver Cintra & Farhi (2002) e Calcagno et Manuelito (2001). Esses autores mostram os limites e contradições deste modelo, que culminaram na crise recente.



para atividades produtivas voltadas para o mercado interno e para o financiamento de bens de consumo duráveis (Rozenwurcel & Bleger, 1997).

Assim, no caso da Argentina, o potencial de fragilização do sistema bancário num regime de *currency board* – devido à combinação de estabilidade cambial, conversibilidade monetária e, conseqüentemente, inexistência de operações de esterilização – foi intensificado pela existência de um regime bimonetário, que permitiu aos bancos expandirem o crédito em “argendólares”. Ademais, a liquidez dos depósitos em dólares (e pesos) e a concentração dos empréstimos em setores *non-tradables*, também contribuíram para a acentuar a vulnerabilidade dos bancos argentinos à reversão dos fluxos de capitais. Esta vulnerabilidade se explicitou, primeiramente, com o “efeito tequila”, quando a contração da liquidez interna, diretamente conversível em dólares, resultou numa grave crise bancária. Nesse momento, também se tornou evidente outra fragilidade intrínseca ao regime: a inexistência de um emprestador em última instância em moeda forte. Mas, na prática, como ressaltam Cintra & Farhi (2002), esse papel foi desempenhado “*de forma precária, em diferentes momentos, pelo Banco Central, pelo endividamento público crescente e pela ‘blindagem financeira’ organizada pelo FMI*”, que proveram liquidez em dólares ao sistema, adiando o seu *débâcle* inevitável<sup>228</sup>.

Foi exatamente por ter desempenhado o papel de “guardião” do sistema financeiro e da conversibilidade que o setor público argentino se deparou com uma situação de desequilíbrio fiscal crescente. O endividamento externo público mostrou-se fundamental para recompor as reservas em moeda forte, essenciais para a manutenção do regime e prover liquidez em dólares para o sistema bancário nos momentos de contração dos depósitos, seja em peso, seja em dólares (Cintra & Farhi, 2002 e Carneiro, 2002b). Ou seja, no caso da Argentina, o desequilíbrio fiscal não decorreu das operações de esterilização (incompatíveis com a lógica do regime) e da dolarização de parte da dívida pública, como no México e no Brasil, mas do endividamento externo do setor público, que adiou o colapso do modelo.

Este colapso ocorreu em duas etapas: em dezembro de 2001, com o abandono da paridade fixa, a desvalorização do peso, a moratória da dívida pública e a adoção do *corralito*, ou seja, do bloqueio

<sup>228</sup> Vale mencionar que os bancos internacionais também desempenharam esse papel durante um período. Após a crise bancária de 1995, o governo argentino negociou uma linha de crédito emergencial com esses bancos, que culminou num acordo assinado em dezembro de 1996 com 13 bancos liderados pelo Chase Manhattan (Calcagno, 1997).



dos depósitos e das aplicações financeiras<sup>229</sup>, e; em janeiro de 2002, com o fim do sistema de conversibilidade. O *corralito* procurou conter tanto a crise cambial como a crise bancária, já que a fuga da moeda nacional era simultaneamente uma corrida contra os depósitos bancários (dadas as características do regime monetário-cambial vigente até então). Em seguida, foi adotada a "pesificação" dos depósitos e dos empréstimos bancários, que criou um forte desequilíbrio entre o valor dos ativos e do passivo dos bancos, que deteriorou definitivamente o seu patrimônio líquido (Fanelli, 2002). Esse desequilíbrio surgiu em função da forma assimétrica em que ocorreu a transformação dos ativos e passivos bancários em dólares para peso. Enquanto os ativos (ou seja, as dívidas) foram convertidos a uma taxa de um para um, os passivos (ou seja, os depósitos à vista e aplicações financeira) foram convertidos a uma taxa de US\$ 1 para 1,4 peso (Cintra & Farhi, 2002). De qualquer forma, mesmo se esta medida não tivesse sido adotada, o desequilíbrio patrimonial do sistema bancário seria inevitável: a "brecha" seria criada pela inadimplência generalizada dos devedores com dívidas em dólares. Como mencionado na seção anterior, quando os bancos transferem o risco cambial para os devedores ocorre, na realidade, uma transformação desse risco em risco de crédito.

---

<sup>229</sup> O *corralito* proibiu os saques dos depósitos bancários, mas não a sua transferência entre os bancos (Fanelli, 2002).

### 3.2.2. Sudeste asiático

A crise que se iniciou na Tailândia, em julho de 1997, espalhou-se para os demais países do sudeste asiático, como Indonésia, Malásia e Filipinas ao longo do segundo semestre deste ano, atingindo finalmente a Coreia do Sul em dezembro. No caso do sudeste asiático, esses países, mais atingidos pela crise, também apresentavam distintos graus de fragilidade, que condicionaram a intensidade da crise. Como sugere Cunha (2001:127), “não haveria ‘uma’ crise asiática mas ‘várias’ crises”:

*(...) a Coreia, mesmo com problemas correntes de liquidez externa, seria uma economia muito mais sólida; Indonésia e Tailândia estavam muito mais frágeis do que Malásia e Filipinas; outras economias da região, como Taiwan, Cingapura e China, foram mais contidas em seus processos de liberalização e ficaram menos expostas externamente. Porém, o comportamento de manada dos investidores internacionais – na entrada e na saída – e o efeito-contágio tornaram a crise asiática, em que pesem aquelas especificidades, um evento “conjunto”. Várias crises em um único fenômeno.*

Além do comportamento de manada dos investidores estrangeiros e do efeito-contágio<sup>230</sup>, o modelo de crescimento regional, estruturado nos anos 80 a partir da divisão do trabalho construída pelo Japão (ver nota 5 deste capítulo), também tornava essas economias fortemente interligadas, tanto nos períodos de expansão quanto de contração e crise. Assim, como ressalta Medeiros (1998: 153), a desestruturação e crise deste modelo ao longo dos anos 90, cujos determinantes serão apontados a seguir, foi um condicionante comum da crescente fragilidade financeira externa de alguns países asiáticos e constituiu um dos fatores subjacentes ao seu caráter regional.

Ao lado deste caráter regional, que as tornaram um “único fenômeno”, as “várias crises” do sudeste asiático tiveram uma morfologia semelhante, que permite falar de uma crise do sudeste asiático<sup>231</sup>. Como mostra Kregel, essa crise foi uma crise cambial e financeira interna, que culminou num processo de *debt-deflation*, e pode ser compreendida nos termos da teoria de instabilidade financeira de Minsky. No entanto, como a análise desse autor centrou-se no ciclo financeiro de um país central (os Estados Unidos) em um contexto de restrição à mobilidade de capitais (sistema de Bretton-

<sup>230</sup> Para uma descrição dos mecanismos de contágio entre os países do sudeste asiático, ver Goldstein (1998).

<sup>231</sup> Não é nosso objetivo realizar uma análise detalhada da crise asiática, mas somente apontar os principais aspectos da sua dinâmica interna, que a diferenciaram das crises latino-americanas. Para uma análise detalhada da crise asiática, ver Cunha (2000 e 2001). Cunha (2001) destaca os diversos determinantes desta crise – conjunturais versus estruturais, macroeconômicos versus institucionais – e as particularidades das principais economias atingidas pela crise.

Woods)<sup>232</sup>, para a análise da crise asiática é necessário adaptá-la para economias abertas e periféricas num ambiente de livre mobilidade de capitais<sup>233</sup> (Cunha & Prates, 2000).

Kregel (1998b) mostra que a abertura e a liberalização financeiras permitiram a absorção excessiva de fluxos de capitais (créditos bancários e investimentos de portfólio) em busca de valorização, que estimulou a expansão dos empréstimos internos, os quais foram direcionados tanto para investimentos produtivos quanto para aplicações nos mercados de ativos (sobretudo, acionário e imobiliário). Esta absorção foi estimulada, igualmente, pelo contexto de taxas de câmbio estáveis e valorizadas e taxas de juros domésticas elevadas. Contudo, esta combinação dos preços-chave (câmbio estável e valorizado e juros elevados), favorável ao ingresso de capitais em busca de ganhos de arbitragem e ao endividamento externo dos residentes, não esteve associada às políticas de estabilização com âncora cambial, como na América Latina.

A estabilidade das taxas de câmbio (e, assim, dos custos e preços relativos) era um dos pilares do modelo de crescimento regional, liderado pela Japão, que se caracterizava por uma forte interdependência dos países mediante investimentos externos diretos e fluxos comerciais dentro da região. Esta estabilidade, por sua vez, estava ancorada em regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais) indexados ao dólar (ou a uma cesta de moedas na qual o dólar tinha o maior peso)<sup>234</sup>, que também eram funcionais àquele modelo, dada a sua dependência do mercado americano como "consumidor em última instância". Contudo, apesar da sua funcionalidade no sentido de manter as taxas de câmbio nominais estáveis, esses regimes cambiais revelaram-se progressivamente perversos para os termos de troca e as balanças comerciais das economias da região (Medeiros, 1998 e Miranda, 1998). Como esclarece Miranda (1998:131):

*O modelo de industrialização escolhido implicou nível elevado de importação de máquinas e equipamentos do Japão, o que significa que sempre que as moedas asiáticas desvalorizam-se em relação ao iene, seus países emissores têm seus termos de troca degradados. Ademais, implicou, também, elevada dependência de matérias-primas comoditizadas, cotadas em dólar nos mercados internacionais. Desta forma, sempre que o dólar se valorizava em relação às moedas asiáticas, a maior parte das economias*

<sup>232</sup> Alguns autores avançaram no sentido de adaptar essa teoria para a compreensão das crises financeiras dos países centrais no contexto pós-Bretton Woods, como mencionado na seção 2.2.

<sup>233</sup> Além de Kregel, Dymski (1998) e Wolfson (2000) também analisaram a crise asiática a partir da teoria de instabilidade financeira de Minsky.

<sup>234</sup> Taiwan e Cingapura foram exceções, pois suas moedas estavam mais ligadas ao iene (Miranda, 1998).

*regionais não podia aproveitar integralmente as vantagens competitivas dos preços de suas exportações, dado o impacto do custo das matérias-primas importadas que, representavam, em média, 85% do total utilizado na produção. Consequentemente, os balanços comerciais nacionais são atingidos negativamente tanto quanto o iene valoriza-se quanto o dólar.*

Já taxas de juros elevadas constituíram uma das primeiras manifestações da desestruturação da dinâmica de crescimento regional. Vários países da região elevaram essas taxas a partir de 1993 com o objetivo de conter a deterioração das contas externas, associada aos problemas no modelo de crescimento dos NICs de segunda geração<sup>235</sup>, com destaque para a desaceleração do crescimento das exportações e para a redução dos investimentos externos japoneses, ligada à recessão no Japão após 1990, que amplia seu superávit comercial com esses países (Medeiros, 1998 e Cunha, 1998).

A desestruturação desta dinâmica se acelera a partir de 1994. A desvalorização de 33% do *yuan*, a moeda chinesa, em relação do dólar no primeiro trimestre desse ano, a dinâmica exportadora da China e a queda dos preços de alguns produtos com forte participação na pauta de exportações dos países da região<sup>236</sup>, contribuíram para deteriorar ainda mais o resultado em conta corrente das economias asiáticas<sup>237</sup>. Essa deterioração somada à necessidade de amortizar ou rolar o passivo externo implicaram necessidades crescentes de captação de recursos no exterior, que se intensificaram ainda mais a partir de 1995, com a desvalorização do iene em relação ao dólar. Essa desvalorização num contexto de indexação das moedas regionais a essa última, reforçou a apreciação das moedas asiáticas, a qual estimulou o endividamento externo em dólares e contribui para o aumento dos déficits comerciais daquelas economias com o Japão (Miranda, 1998, Medeiros, 1998 e Cunha, 1998).

Após esclarecer os determinantes da combinação entre câmbio estável e juros elevados no caso asiático e da progressiva dependência de recursos externos por parte das economias da região, é necessário retomar a análise da dinâmica do ciclo de crédito na região, subjacente à crise .

<sup>235</sup> O Relatório da UNCTAD de 1996 já apontava os problemas no modelo de crescimento desses países, como a dependência excessiva de recursos externos e a provável insustentabilidade do crescimento das exportações (Cunha, 1998).

<sup>236</sup> Especialmente, de alguns produtos eletrônicos, com forte participação nas pautas de exportação dos países da região (Cunha, 2002).

<sup>237</sup> Ademais, assim como na América Latina, também se criou um viés favorável ao investimento no setor de não-comercializáveis, devido ao maior grau de abertura e à rigidez do câmbio, que contribui para essa deterioração (Cunha, 2002).

O ciclo de crédito alavancado por recursos externos – que se superpôs ao ciclo regional de negócios, associado à dinâmica regional de crescimento – resultou num aumento excessivo do investimento produtivo<sup>238</sup> e na geração de bolhas especulativas nos mercados acionário e imobiliário, as quais também foram sustentadas por aplicações de não-residentes (investimentos de portfólio estrangeiros) nesses mercados<sup>239</sup>. Como no ciclo *minskiano*, os bancos, enquanto agentes capitalistas impulsionados pela busca de lucros, expandiram os empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos de crédito e cambiais (já que grande parte de seu *funding* era externo), sancionando a demanda das famílias e, principalmente, das empresas. Esta demanda, por sua vez, foi estimulada pela elevação do preço dos ativos financeiros em relação aos ativos instrumentais, bem como pelo contexto de estabilidade das taxas de câmbio e elevadas taxas de crescimento, que induzia a subestimação do risco cambial embutido nos créditos bancários internos em (ou denominados em moeda estrangeira) e no endividamento externo das empresas<sup>240</sup>.

Este endividamento contribuiu, igualmente, para a emergência da situação de fragilidade financeira, devido tanto às suas características, quanto ao seu direcionamento. Em relação às características, além do seu perfil de curto prazo e do inevitável descasamento de moeda, como as estruturas de passivo das economias da região eram denominadas tanto em iene como em dólar, a acentuada volatilidade da taxa de câmbio entre essas duas moedas – que tem suas raízes na existência de um padrão monetário estável - num contexto de liberalização das contas de capital, foi um dos fatores responsáveis pela progressiva fragilidade financeira das economias da região, como <sup>ressalta Miranda (1998)</sup>. Quanto ao direcionamento, os recursos externos foram canalizados seja para investimentos

<sup>238</sup> Como ressalta Cunha (2002), o excesso de investimentos foi acompanhado pela tendência de declínio da sua rentabilidade, constatada por vários estudos empíricos (com Claessens et al., 1998, Berg, 1999 e Pomerleano, 1998) a partir dos indicadores lucro/ativo ou lucro líquido/capital.

<sup>239</sup> Essas aplicações intensificaram-se após a crise do México, que induziu uma realocação dos portfólios dos investidores em "mercados emergentes" no sudeste asiático, diante do aumento do risco "América Latina".

<sup>240</sup> A despeito das especificidades das políticas de abertura e liberalização financeiras dos países da região, de forma geral estas autorizaram empréstimos bancários internos em (ou denominados em) moeda estrangeira e ampliaram o acesso das instituições financeiras e das empresas não-financeiras a fontes externas de financiamento. Na Tailândia, a criação do *Bangkok International Banking Facility* (BIBF), em 1993, que foi o marco decisivo dessas políticas, facilitou tanto o financiamento de curto prazo em divisas para essas empresas, quanto a captação de recursos externos pelos bancos e companhias financeiras, que os repassavam em moeda local, arcando, assim, com o descasamento de moeda. Já na Coreia, essas políticas incentivaram o endividamento de curto prazo em moeda estrangeira, via intermediação das instituições financeiras. Estas instituições também foram autorizadas, em 1993, a realizar empréstimos denominados em moeda estrangeira (Cunha, 2002). Sobre as políticas de abertura e desregulamentação financeiras dos países do sudeste asiático, ver também: United Nations (1997), Lindgren et al. (1999), Brooks & Queisser (1999). Sobre as políticas de liberalização financeira na Coreia, Tailândia e Malásia ver, respectivamente: Jae-Chum Kim (1996), Kirakul (1996) e Ghani (1996).



produtivos com rentabilidade decrescente seja para aplicações especulativas nos mercados de ativos<sup>241</sup>.

Mas, a fragilidade financeira se explicita somente na fase descendente do ciclo. Na teoria de Minsky, esta reversão, que resultava na passagem de uma situação de fragilidade para uma de instabilidade financeira, estava associada a mudanças na política monetária interna (como um choque de juros) ou à reversão do estado de convenções que sustentava as expectativas otimistas dos bancos e das empresas. No entanto, no caso das economias asiáticas, dado o contexto de abertura financeira e elevado endividamento externo das empresas e bancos domésticos, a emergência de uma situação de instabilidade financeira foi causada pela reversão abrupta dos fluxos de capitais externos e pela crise cambial que acompanhou essa reversão.

Apesar da intensidade da crise cambial ter variado entre os países – em função do nível de sobrevalorização cambial, da magnitude dos passivos em moeda estrangeira, da amplitude de seus ciclos de ativos e da solidez dos sistemas financeiros domésticos – o seu denominador comum foi a reversão súbita e “inesperada” dos fluxos líquidos de capitais (Miranda, 1998). Essa reversão se iniciou na Tailândia e teve como determinante imediato o expressivo aumento do déficit em transações correntes deste país, financiada por recursos cada vez mais voláteis. Neste contexto, os investidores passaram a questionar a sustentabilidade do financiamento deste déficit e realizaram um movimento especulativo contra a moeda tailandesa, que resultou na primeira crise cambial da região, em julho de 1997. Progressivamente, via o efeito-contágio, a interdependência entre as economias do sudeste asiático e as desvalorizações competitivas, a crise se espalhou para as demais economias, atingindo a Coreia no final daquele ano (Cunha, 2001 e Carneiro, 1999).

A crise asiática ilustrou, mais uma vez, o comportamento “miope” e de manada dos agentes, inerente à dinâmica dos mercados financeiros liberalizados e globalizados (como mencionado no capítulo 2). Os países da região, principalmente Tailândia, Indonésia e Malásia, já vinham apresentando elevados déficits em conta corrente e deterioração dos indicadores de solvência externa – como aumento contínuo da relação entre passivos externos de curto prazo e reservas internacionais –, desde 1994. No entanto, os bancos e os investidores estrangeiros continuaram alocando volumes expressivos de

---

<sup>241</sup> Em alguns países da região, como Malásia, Tailândia e Filipinas, o endividamento externo do setor privado não-bancário predominou em relação ao endividamento dos bancos. Como ressalta Cunha (2001), essa mudança no perfil do tomador final de recursos externos é uma das novidades dos anos 90, em relação à década anterior.

recursos na região, respaldados pelas avaliações dos organismos internacionais e das agências de *rating* quanto à sólida situação macroeconômica da região. No caso da Coreia do Sul, somente em novembro, o "mercado" percebeu a gravidade da sua situação externa, que já vinha mostrando sinais de insustentabilidade havia alguns meses, diante da queda expressiva das reservas<sup>242</sup> (Freitas & Prates, 2001b).

Com a desvalorização cambial, a fragilidade financeira desses agentes, com dívidas em moeda estrangeira, explicitou-se, resultando na eclosão de crises bancárias domésticas<sup>243</sup>. Devido ao descasamento de moeda e à subestimação do risco cambial, mencionada acima, a maioria das instituições financeiras e das empresas estava com posições abertas em moeda estrangeira, ou seja, sem *hedge* cambial. Nos termos de Kregel (1998b), as margens de segurança relativas aos passivos externos eram pequenas, tornando o sistema extremamente vulnerável a um choque exógeno.

Os *feed-backs* entre as crises bancária e cambial foram reforçados pelas estratégias defensivas dos agentes, diante da situação de iliquidez e, em alguns casos, insolvência, externa e interna. Dadas as posições em moeda estrangeira não-protegidas, as empresas e instituições financeiras passaram a comprar divisas para quitar seus compromissos externos, acentuando a desvalorização da moeda doméstica e, assim, a crise cambial. Simultaneamente, as empresas (e, em menor grau, as famílias, dada a natureza do ciclo expansivo) procuraram liquidar seus ativos financeiros e produtivos na tentativa de saldar suas dívidas. A queda dos preços dos ativos financeiros foi intensificada pela própria reversão dos fluxos de capitais, que alimentou a bolha especulativa. Essa reversão também contribuiu para contração dos créditos pelos bancos, num contexto de aumento da inadimplência e redução do valor dos colaterais, dada a necessidade de quitar os compromissos externos que contribuíram para alavancar o ciclo creditício doméstico.

<sup>242</sup> Esta queda esteve associada à utilização das reservas cambiais do país pelo Banco Central para financiar a rolagem da dívida externa dos bancos domésticos e à deterioração dos resultados em conta corrente, que se intensificou em função da sobrevalorização da moeda coreana (*won*) após a onda de desvalorizações no sudeste asiático. As falências de bancos japoneses, com grande exposição na Coreia, contribuíram para agravar o pânico, diante dos temores de não-renovação dos créditos para o país (Kregel, 1998b).

<sup>243</sup> De acordo com Cunha (2001), a tendência de declínio da rentabilidade dos investimentos pode ser considerada um determinante adicional da crise asiática, especificamente uma das fragilidades microeconômicas subjacentes à crise, na medida em que comprometeu a capacidade das corporações asiáticas de honrar não somente os juros mas também o principal de suas dívidas. Progressivamente, várias dessas corporações passaram de uma situação de *especulative finance* para uma de *Ponzi finance*, nos termos de Minsky, aumentando a fragilidade financeira da economia à reversão do ciclo.

Nesse contexto, a resposta de política, que seguiu as recomendações do FMI, contribuiu para agravar a crise. A elevação da taxa de juros interna aumentou o risco de inadimplência das empresas e deteriorou a situação financeira dos bancos, ambos já fragilizados pela desvalorização cambial. A política fiscal restritiva reduziu ainda mais a demanda doméstica, dificultando o aumento das receitas e acentuando o processo de liquidação de ativos e, assim, de *debt-deflation*.<sup>244</sup> Como ressalta Kregel (1998b), o processo de deflação de dívidas foi deflagrado pois os fatores que segundo Minsky explicavam por que a grande depressão “*can’t happen again*” – o *Big Government* e o *Central Banking* – estavam ausentes no caso dos países asiáticos. Por um lado, o gasto público não pôde funcionar como fonte adicional de demanda agregada na fase descendente do ciclo econômico, evitando uma queda abrupta das receitas correntes das empresas e, assim, a liquidação em massa dos ativos. Por outro lado, como a maior parte do ciclo creditício interno foi alavancado por empréstimos externos, o raio de manobra que os bancos centrais locais possuíam para atuar como emprestadores de última instância era muito pequeno – equivalente ao volume de reservas internacionais.

Finalmente, é importante mencionar que, ao contrário da crise mexicana, que a precedeu, a crise asiática teve efeitos mais amplos e duradouros sobre os fluxos de capitais para os países “emergentes”<sup>245</sup>. Essa crise explicitou os riscos de contaminação global de desequilíbrios e/ou crises em determinados países ou regiões no contexto atual de globalização financeira. Pela primeira vez, uma crise financeira nos “mercados emergentes” contaminou de forma imediata diversos segmentos dos mercados financeiros dos países centrais (Unctad, 1998). A intensidade inédita desta crise fez alguns analistas (como Akyüz, 1998) afirmarem que ela teria sido a mais grave desde o colapso do sistema de Bretton Woods, em termos da sua dimensão e dos seus desdobramentos. O efeito-contágio global da crise do sudeste asiático não esteve associado somente ao processo de globalização financeira, mas também ao papel crucial da região no crescimento do comércio e da economia mundial, nos anos 90. Já o impacto provável da crise sobre o desempenho dos países

<sup>244</sup> Para uma descrição das políticas implementadas pelos países do sudeste asiático submetidos aos programas do FMI, ver: Goldstein (1998). Já Stiglitz (2002) faz uma análise crítica dessas políticas, destacando enfaticamente o seu caráter perverso.

<sup>245</sup> Esse efeito foi ainda mais duradouro após a crise russa. Essa crise - caracterizada pela desvalorização cambial, pelo anúncio da primeira moratória de dívida externa privada nos anos 90 e pela reestruturação da dívida interna, em parte detida por não-residentes - abalou definitivamente a confiança dos investidores nos “mercados emergentes”. A forte deflação dos preços dos ativos russos (ações, bônus, etc) teve efeitos perversos sobre os portfólios dos investidores internacionais e dos *market-markers*. Nesse contexto, a quase falência do fundo LTCM acentuou a aversão ao risco dos investidores, que intensificaram o movimento de fuga para a qualidade (Freitas & Prates, 2001d). Sobre a crise russa, ver Aglietta (2001b).

centrais – recessão e, no limite, uma deflação global – foi incorporado nas expectativas dos investidores e, dessa forma, contribuiu para reforçar a queda mundial das bolsas de valores (Kregel, 1998b).

Uma última observação diz respeito à natureza dos credores. Enquanto os investimentos de portfólio predominaram no caso da América Latina, os empréstimos bancários foram a principal modalidade direcionada para o sudeste asiático<sup>246</sup> (Unctad, 1998). Assim, os bancos internacionais desempenharam um papel central no ciclo de endividamento desta região, que culminou na crise financeira de 1997/1998<sup>247</sup>. A tendência de globalização das atividades dessas instituições, associada à redução das taxas de retorno e ao acirramento da concorrência nos seus mercados de origem<sup>248</sup>, resultou numa estratégia de expansão agressiva dos negócios no sudeste asiático, principalmente dos créditos de curto prazo, em especial pelos bancos europeus e japoneses. As regras do Acordo da Basiléia de 1988, que atribuem uma baixa ponderação de risco aos empréstimos de curto prazo intrafronteiras, reforçaram o viés a favor desses créditos (Freitas & Prates, 2001b)<sup>249</sup>. Ao lado da concessão de diversas modalidades de crédito (*trade finance*, empréstimos para o setor produtivo e, em menor medida, *project finance*), a procura de rendimentos elevados num ambiente de intenso crescimento regional estimulou a montagem de operações de *carry trade*, que proporcionavam elevados ganhos de arbitragem, diante da combinação de taxas de câmbio elevadas e estáveis e de um elevado diferencial entre os juros externos e internos. Essas operações – que envolviam, numa ponta, a captação de recursos em moeda estrangeira (dólar ou iene) pelos bancos e, na outra ponta, a

<sup>246</sup> Vale mencionar que, em ambas as regiões, foi observado um crescimento contínuo dos fluxos de investimento direto estrangeiro, a uma taxa de 40% a.a. no período 1990-96, o qual contribuiu para atenuar a volatilidade dos fluxos totais durante as sucessivas crises que atingiram esses mercados (Freitas & Prates, 2001b).

<sup>247</sup> Como destacam Eichengreen & Mody (1999), de um total de 5.115 empréstimos internacionais concedidos entre 1991 e 1997, 3.373 se direcionaram para essa região.

<sup>248</sup> No início dos anos 90, a crise financeira e a recessão no Japão deteriorou as margens de lucros dos bancos japoneses, enquanto que na Europa essa deterioração decorreu do acirramento das pressões competitivas, associado ao processo de unificação monetária (Freitas & Prates, 2001b).

<sup>249</sup> Essa "distorção" gerada pelas regras do Acordo de 1988 foi um dos condicionantes da revisão desse acordo, cujo documento final deve ser divulgado no primeiro trimestre de 2003, após duas rodadas de negociação. Sobre as novas regras do Comitê da Basiléia, ver Freitas & Prates (2001a, b e c).

sua aplicação nos mercados financeiros domésticos – se converteram numa das principais fontes de lucro das tesourarias dessas instituições<sup>250</sup> (Adams *et al.*, 1998 e Jeanneau & Micu, 2002).

---

<sup>250</sup> Essas operações assumiram diversas formas. Uma primeira modalidade utilizava um empréstimo no mercado interbancário em dólares ou ienes e a conversão dos recursos em moeda local, que eram emprestados no mercado interbancário de curto prazo doméstico. Uma segunda opção consistia no endividamento dos bancos ou dos investidores institucionais no mercado bancário de curto prazo, com o objetivo de aplicar os recursos em depósitos a prazo nos sistemas bancários asiáticos. Uma terceira opção envolvia a emissão de *securities* no mercado internacional e a aplicação dos recursos em títulos nos mercados de capitais domésticos (títulos públicos, títulos corporativos, etc.). Finalmente, também eram estruturadas operações híbridas, com características das três opções descritas (Adams *et al.*, 1998).



### 3.3. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional

A maior vulnerabilidade dos países "emergentes" à instabilidade sistêmica que caracteriza o ambiente de globalização financeira (e, assim, as crises financeiras recentes) está associada à sua posição subordinada e periférica no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo<sup>251</sup>, que é um sistema hierárquico. Em outras palavras, essa maior vulnerabilidade decorre das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periferia<sup>252</sup>. Essas assimetrias, cujas duas dimensões são relacionadas e imbricadas, explicam a maior vulnerabilidade dos países "emergentes" à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização. Esses dois fatores resultam, por sua vez, em descasamento de moedas e em *feed-backs* recíprocos entre crises cambiais e bancárias, que explicam o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais.

Vale ressaltar que essa posição subordinada e periférica é estrutural<sup>253</sup>. Igualmente, a característica hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional não é exclusiva ao sistema atual. Desde o padrão-ouro, existe uma hierarquia de moedas em âmbito internacional. Como ressaltam Belluzzo & Almeida (2002), no *Treatise on Money*, Keynes já havia apontado a existência de uma hierarquia de moedas, na análise dos diferentes graus de autonomia das políticas monetárias das economias devedoras (Inglaterra) e credoras (França e Estados Unidos) no entre-guerras. Nosso objetivo é elucidar as relações entre a dimensão hierárquica do sistema monetário e financeiro contemporâneo e a maior vulnerabilidade dos países "emergentes" às crises financeiras. É exatamente no ambiente atual, caracterizado por uma extrema instabilidade tanto em função das características do padrão-

<sup>251</sup> Esta posição subordinada é uma característica do conjunto dos países periféricos, e não somente do grupo "países emergentes", mas somente estes são vulneráveis às crises financeiras típicas do contexto atual, uma vez que os demais países periféricos, que não foram incorporados pelo processo de globalização financeira (como os países africanos, por exemplo) não recebem fluxos de capitais privados e, assim, logicamente não podem ser vulneráveis à volatilidade desses fluxos, subjacente a essas crises.

<sup>252</sup> O termo "assimetrias" foi tomado emprestado de Prebisch (1949 e 1981), que enfatizou três tipos de assimetria centro-periferia no âmbito do sistema capitalista mundial: tecnológicas/produtivas, macroeconômicas e financeiras. Para uma descrição dessas assimetrias, ver Ocampo (2001a).

<sup>253</sup> A posição subordinada no sistema monetário e financeiro internacional é reflexo da posição periférica no sistema capitalista mundial, que tem como traços determinantes a fragilidade cambial e financeira externa, a natureza dinamicamente dependente do sistema produtivo e a subordinação político-militar (Cardoso de Mello, 1997). A discussão dos determinantes desta posição ao longo da história ultrapassa os objetivos desta tese

dólar "flexível, financeiro e fiduciário", quando da dinâmica da globalização financeira, ditada pela lógica das finanças de mercado, que a não-conversibilidade das moedas "periféricas" tornou-se uma fonte maior de fragilidade.

A assimetria monetária diz respeito à hierarquia de moedas no sistema monetário internacional. Como mencionado no capítulo 2, além da posição superior da moeda-chave, posicionada no "topo" da hierarquia das moedas, existe uma assimetria no sistema monetário internacional entre as moedas dos países centrais e aquelas dos países periféricos.

No sistema atual, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado<sup>254</sup> – ou seja, é a moeda-chave – a partir do qual se posicionam, de forma também hierarquizada, as outras moedas: em primeiro lugar, as moedas conversíveis, emitidas pelos demais países centrais, e, em segundo lugar, mais distantes do núcleo, as moedas não-conversíveis, emitidas pelos países periféricos (Carneiro, 1999).

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é totalmente conversível se é capaz de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade.

Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave do sistema monetário internacional, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e "receptáculo" da incerteza, estruturalmente mais elevada e volátil no contexto atual tanto em função da instabilidade do sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods como da dinâmica da globalização financeira, ditada pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva (como destacado no capítulo 2).

As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional – sendo, assim, esses países são capazes de emitir dívida externa

---

<sup>254</sup> Para uma representação deste sistema hierarquizado, ver Carneiro (1999).

denominada na própria moeda - e são demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros.

Já as moedas dos países periféricos não são conversíveis. Ao contrário dos países centrais, esses países, de forma geral, não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda<sup>255</sup>. Em relação à função reserva de valor, as moedas "periféricas" não são capazes de cumprir o papel de "receptáculo" da incerteza em âmbito mundial, estruturalmente mais elevada no contexto atual devido às características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo.

A principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorre da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não-emissores da divisa-chave e, sobretudo, para os "emergentes".

Como explica Carneiro (1999), a taxa de juros do dólar, que constitui a taxa básica do sistema, tende a ser a menor de todas, pois remunera a moeda-chave, considerada a mais segura e mais líquida pelos detentores de capital. As taxas de juros fora do núcleo correspondem sempre à taxa de juros do dólar acrescida de um risco país, determinado, principalmente, pelas agências de classificação de risco. Os países mais distantes do núcleo – ou seja, os "emergentes" – têm as taxas de juros mais elevadas, pois suas moedas são consideradas as menos seguras e, assim, os investidores exigem um prêmio maior para retê-las. Visto o problema de outro ângulo, os proprietários de capitais na periferia aceitam taxas de remuneração menores para aplicar nas moedas conversíveis.

Dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, se os países periféricos participantes do sistema (ou seja, os "emergentes") fixam taxas de juros internas abaixo da taxa fixada pelo mercado, eles não somente deixam de atrair capitais, como provocam uma fuga dos capitais locais. Nesse contexto,

*(...) a desvalorização pode prosseguir para limites bem mais amplos sem desencadear o retorno dos capitais, pois pode não haver interesse dos capitais na compra de ativos adicionais do país em questão. Nesse caso, portanto, a fixação de taxas de juros abaixo daquela estabelecida no mercado internacional pode levar a uma desvalorização descontrolada da moeda do país e no limite a uma crise de confiança que questiona sua própria existência (Carneiro, 1999: 66).*

Já para os países emissores de moedas conversíveis existe a possibilidade de escapar dessa regra dado o fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros. Nesses países, a fixação da taxa de juros interna abaixo da taxa de mercado resulta na saída de capitais e na desvalorização da taxa de câmbio. Contudo, a partir de um determinado patamar dessa taxa, passa a ser atraente o retorno dos capitais, diante dos baixos preços dos ativos produtivos e financeiros devido à moeda desvalorizada (Carneiro, 1999). No caso dos países "emergentes", essa alternativa não se coloca, pois não há um piso para a desvalorização da taxa de câmbio devido à inexistência de um fluxo permanente de capitais<sup>256</sup>. A inexistência desse fluxo, por sua vez, decorre da segunda assimetria do sistema monetário e financeiro internacional, a assimetria financeira, como se destacará a seguir.

Assim, essa regra de formação da taxa de juros resulta em diferentes graus de autonomia de política dos países pertencentes ao sistema. Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica, a qual diz respeito aos diferentes graus de autonomia de política dos países que integram o sistema.

Da mesma forma que nos sistemas monetários internacionais precedentes (padrão libra-ouro e Bretton Woods), baseados igualmente numa moeda nacional como moeda-chave (libra e dólar,

<sup>255</sup> Bordo & Flandreau (2001), a partir dos dados primários divulgados pelo BIS, mostram que no contexto atual somente 25 países podem emitir dívida denominada em sua própria moeda no mercado financeiro internacional. Este grupo restrito é formado, maioritariamente, pelos países da OCDE, e por quatro países "emergentes" (Hong Kong, Cingapura, África do Sul e Taiwan). De acordo com esses autores, a maioria desses países não é capaz de emitir dívida externa em sua própria moeda devido ao seu menor grau de aprofundamento financeiro interno, relativamente aos países centrais. Essa especificidade dos países "emergentes" também tem sido ressaltada por Hausmann e vários co-autores (ver, por exemplo, Hausmann et al., 1999 e 2000), segundo os quais os países "emergentes" sofreriam de um "pecado original" (*original sin*), que explicaria a sua incapacidade de se endividar externamente em sua própria moeda. Contudo, as causas desse "pecado" não são exploradas. Como reconhece o próprio Hausmann, num artigo em co-autoria com Eichengreen: "*Original sin seems to capture a fact about the world. What causes it is an open question*" (Eichengreen & Hausmann, 1999:11). Nessa tese, defende-se a hipótese que essa especificidade dos países "emergentes" decorre da sua posição subordinada e periférica no Sistema Monetário e Financeiro Internacional.

<sup>256</sup> É interessante mencionar que Keynes, no *Treatise on Money*, ressaltou "(...) a capacidade inferior das economias devedoras e 'dependentes' de atrair recursos 'livres' para a aquisição de ativos e bens denominados na moeda nacional" (Belluzzo & Almeida, 2002:57). Como explicam Belluzzo & Almeida (2002), essa assimetria entre as economias devedoras e credoras no processo de ajustamento de seus balanços de pagamento refletiria os diferentes "poderios financeiros", subjacentes à hierarquia entre as moedas nacionais.

respectivamente), o país emissor dessa moeda têm maior grau de autonomia de política. Contudo, como ressaltado no capítulo anterior, no sistema atual, o padrão dólar "flexível, financeiro e fiduciário", essa autonomia é ainda maior devido ao caráter fiduciário do dólar, que permite aos Estados Unidos operarem esse sistema de acordo exclusivamente com seus próprios interesses, subordinando a gestão da sua política monetária ao ciclo econômico doméstico (Teixeira, 2000)<sup>257</sup>. No espectro oposto, estão os países "emergentes" que, por serem emissores de moedas não-conversíveis, têm o menor grau de autonomia de política.

Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema, em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos, esses países não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas, que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico. Já os países centrais têm um maior grau de autonomia de política econômica (obviamente menor que o país emissor da moeda-chave) exatamente em função da natureza conversível de suas moedas, que possibilita a utilização da política monetária para manejar o ciclo econômico doméstico (mas em menor grau que o país emissor da moeda-chave). Como mencionado acima, no caso desses países, a fixação de taxas de juros internas abaixo daquela estabelecida pelo mercado não implica fuga da moeda nacional. Nos termos de Ocampo (2001b), o centro tem maior autonomia de política, sendo assim *policy making* – com variações entre as economias em questão – e a periferia é essencialmente *policy taking*:

*(...) the fact that the center economies' national currencies (now regional in the case of most members of the European Union) are also international currencies (...) gives them greater degrees of freedom in terms of the use of national monetary policy to manage domestic business cycles, although certainly at the possible cost of exchange-rate fluctuations among major currencies. The degrees of freedom are obviously greater for the country that has the dominant international currency (the United States) (...) Through the impact of monetary policy on economic activity and exchange rates, the center economies generate externalities to the rest of the world (...) These externalities are strongly felt in the developing world, which must adjust to them but lack the degrees of freedom that the ability to supply international currencies provides (Ocampo, 2001b:10).*

<sup>257</sup> Como destacam Medeiros & Serrano (1999), as condições geopolíticas (ou seja, o fim da guerra-fria e o colapso da União Soviética) também contribuem para o maior grau de autonomia do país emissor da moeda-chave.



Vale destacar outra dimensão da assimetria macroeconômica, associada à incapacidade dos países “emergentes” emitirem dívida externa denominada na própria moeda, que constitui, por sua vez, uma das dimensões da assimetria monetária, como mencionado. A emissão de dívida externa e, em muitos casos, de dívida interna, em moeda estrangeira<sup>258</sup> compromete, igualmente, o papel da taxa de câmbio como instrumento de política econômica, no sentido de contribuir para aumentar os graus de liberdade da gestão monetária doméstica.

Já a assimetria financeira diz respeito a dois fatores: em primeiro lugar, aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países “emergentes”; em segundo lugar, à dimensão relativa desses fluxos.

O volume e a direção desses fluxos são determinados, principalmente, por fatores externos a esses países<sup>259</sup>, tanto conjunturais – a fase do ciclo econômico e o patamar das taxas de juros do país emissor da moeda-chave e, em menor medida, dos demais países centrais, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais – quanto estruturais – a nova dinâmica financeira internacional, ou seja, a globalização financeira<sup>260</sup>. Como destaca Ocampo (2001b), enquanto o centro gera os choques globais (em termos de fluxos de capitais, termos de troca, etc.), sendo *business-cycle makers*, os países em desenvolvimento (a periferia) são *business-cycle takers*<sup>261</sup>:

*Broadly speaking, the center generates the global shocks (in terms of economic activity, financial flows, commodity prices and the instability of the exchange rates of major*

<sup>258</sup> Como se destacará a seguir, a não-conversibilidade das moedas dos países “emergentes” é um dos fatores que explica a tendência de dolarização dos mercados financeiros desses países.

<sup>259</sup> Isso não quer dizer que as condições econômicas dos países periféricos sejam irrelevantes. As opções de política econômica e as características estruturais desses países também condicionam o ingresso de recursos externos, mas não constituem o fator primordial e suficiente.

<sup>260</sup> Após o retorno dos fluxos de capitais voluntários para os países periféricos no início dos anos 90, proliferaram trabalhos empíricos sobre os determinantes desses fluxos, que distinguiram dois conjuntos de fatores: os fatores externos (*push factors*) e os fatores internos/regionais (*pull factors*) (Prates, 1997). Enquanto os estudos realizados na primeira metade da década concluíram que os fatores externos conjunturais, principalmente a taxa de juros básica americana e a fase do ciclo econômico nos países centrais, tiveram um papel central na direção e no volume daqueles fluxos (como Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993), os estudos mais recentes relativizam a importância desses fatores e enfatizam o papel dos fatores externos estruturais – a tendência de globalização financeira – e a complementaridade entre os fatores externos – que determinariam o *timing* e o volume dos fluxos – e os internos – que condicionariam a sua distribuição regional. Para um resumo dos diversos trabalhos realizados na última década, ver Jeanneau & Micu (2002).

<sup>261</sup> Essa distinção entre países centrais e periféricos remete à idéia de Prebisch (1949) de centro dinâmico. Vale mencionar que essa assimetria entre “centro” e “periferia” tem sido reconhecida inclusive pelo FMI (IMF, 2001), que estimou o impacto de uma variação do crescimento nos países desenvolvidos (ou seja, no centro) sobre os países em desenvolvimento (a periferia) no período 1970-2000: uma variação de 1 ponto percentual do crescimento real do PIB do G7 resultou numa variação de 0,4 pontos percentuais na taxa de crescimento desses países.

*currency), to which developing countries must respond and adjust. Such shocks include sharp fluctuations in capital flows to developing countries (...) (Ocampo, 2001b:10).*

É importante destacar que essa característica não é exclusiva dos fluxos recentes de capitais. Historicamente, a dinâmica do mercado financeiro internacional determinou as características dos fluxos de capitais para a periferia, enquanto que a dinâmica econômica - crescimento *versus* recessão - nos países centrais determinou o seu volume<sup>262</sup> (Griffith-Jones & Sunkel, 1986 e Baer, 1995). Contudo, essa assimetria torna-se ainda mais perversa no contexto atual, dado o perfil volátil e especulativo desses fluxos. Como ressaltado no capítulo 2, esses fluxos dependem das avaliações e das decisões de aplicação e resgate dos grandes operadores financeiros residentes nesses países (investidores institucionais, bancos internacionais e tesouraria das empresas multinacionais), que se guiam por critérios puramente financeiros e especulativos e exprimem um grau elevado de preferência pela liquidez.

Ademais, a dinâmica atual dos capitais produtivos, cujos espaços privilegiados de valorização encontram-se em seus países de origem (ou seja, nos países centrais)<sup>263</sup>, contribui para acentuar a assimetria financeira do padrão dólar "flexível, financeiro e fiduciário"<sup>264</sup>. Como ressaltado no capítulo 2, os fluxos de investimento direto externo também foram contaminados pela lógica especulativa e passaram a exercer pressões sobre os mercados de câmbio dos países receptores, associadas às operações de *hedge* realizadas pelas empresas multinacionais – as quais são ainda mais intensas no caso dos países periféricos, pois os investimentos direcionados para esses países embutem um maior risco cambial, dada a assimetria monetária.

<sup>262</sup> A maior parte da literatura empírica corrobora a hipótese de que os fluxos de capitais para os países "emergentes" têm um comportamento anticíclico, ou seja, a recessão e as baixas taxas de juros no centro induz a alocação do excesso de liquidez para a periferia. Contudo, o trabalho de Jeanneau & Micu (2002) questiona, em parte, esta hipótese, ao apresentar evidências de que uma modalidade de fluxos - os empréstimos bancários internacionais- teve um comportamento predominantemente pró-cíclico nos anos 90. Predominantemente, pois a maior parte desses fluxos foi alocada por bancos japoneses e europeus nas fases de crescimento e/ou pressão altista sobre as taxas de juros nos seus respectivos países/regiões de origem, enquanto que os empréstimos alocados pelos bancos americanos, que foram marginais, tiveram um comportamento contra-cíclico. Já o FMI (IMF, 2001) faz uma diferenciação entre as diferentes modalidades de fluxos na análise do seu comportamento cíclico. Enquanto que a hipótese de "contra-ciclicidade" é corroborada para os fluxos *interest-bearing* (empréstimos bancários e títulos de renda fixa), os fluxos de *equity finance* tendem a apresentar seja um comportamento pró-cíclico (investimentos de portfólio em ações) seja poucas variações ao longo do ciclo (investimentos externos diretos).

<sup>263</sup> Como ressalta Braga (1998: 222), as estratégias das grandes transnacionais e sua estrutura indicam que "*seus movimentos de capital são primordialmente direcionados aos países com sistemas monetários-financeiros e industriais mais sólidos, em que existem parceiros, mercados e condições de lucratividade gerais mais adequadas*".

<sup>264</sup> Ademais, a nova forma de atuação das empresas multinacionais também contribui para acentuar a assimetria produtiva e tecnológica do sistema capitalista mundial.

Em relação a essa dinâmica, Chesnais (1994 e 1997) e Braga (1997) destacam que as formas de integração dos grandes grupos industriais ao sistema internacional durante o regime de acumulação fordista – principalmente o comércio e a internacionalização do capital industrial na forma “multidoméstica” e associada a investimentos criadores de capacidade produtiva (*greenfield investment*) – foram em grande medida substituídos por mecanismos subordinados aos critérios do capital financeiro – dentre os quais a compra e venda de empresas como um negócio específico em si mesmo e as deslocalizações, que resultam na generalização da subcontratação internacional –, que são infinitamente mais restritivos à periferia do que aqueles vigentes no regime precedente, quando foram possíveis industrializações nessa região do sistema com a participação das multinacionais.

Kregel (1996) aponta uma característica adicional dos fluxos de investimento externo direto no período recente – o fato de grande parte desses fluxos representar, na realidade, reinvestimentos de lucros –, que tem dois desdobramentos negativos sobre os países periféricos. Em primeiro lugar, os fluxos reinvestidos não são necessariamente direcionados para investimentos produtivos, mas podem ser aplicados, por uma filial da empresa, em ativos financeiros domésticos de curto prazo, dada a lógica especulativa de valorização. Assim, eles equivalem a aplicações de portfólio de curto prazo. Em segundo lugar, a multinacional pode resolver, em algum momento, interromper o reinvestimento de lucros e repatriar grande parte dos rendimentos anuais. Com isso, um país periférico que se ajustou a um fluxo permanente de investimento direto externo (via reinvestimento de lucros) pode ficar exposto a uma interrupção súbita desses fluxos, independente da permanência dos fluxos prévios<sup>265</sup>.

A segunda dimensão da assimetria financeira diz respeito à inserção marginal dos países “emergentes” nos fluxos de capitais globais. Como enfatiza Chesnais (1997), a globalização financeira é, além de excludente – penalizando severamente os países periféricos não inseridos no processo de globalização<sup>266</sup> – hierarquizada, integrando os sistemas financeiros nacionais de forma desigual, imperfeita e incompleta. Apesar do crescimento em termos absolutos dos fluxos

<sup>265</sup> Kregel (1996) também ressalta que, independentemente de adicionarem ou não capacidade produtiva ao país, esses investimentos devem ter uma lucratividade bastante elevada, pois têm uma liquidez menor e envolvem maior risco, devido às dificuldades de operação num país estrangeiro. Ou seja, o prêmio de risco associado ao investimento direto é maior que o relacionado a outras modalidades de recursos externos – como investimentos de portfólio e empréstimos em moeda – e, com isso, resultará em remessas de lucros e dividendos significativos.

<sup>266</sup> Nas palavras desse autor: “(...) *ces pays n'ont pas l'heur de posséder un marché financier 'émergent' qui puisse être intégré dans les portefeuilles des grands gestionnaires, ni des firmes capables de se porter sur les marchés obligataires ou boursiers des pays industrialisés*” (Chesnais, 1997:55).

direcionados para esses países nos anos 90, uma proporção ainda marginal dos recursos detidos pelos investidores globais é alocada nos "mercados emergentes". Os dados elaborados por Studart (2001b), a partir das estatísticas do Banco Mundial<sup>267</sup>, mostram essa assimetria. A participação dos países em desenvolvimento no total dos fluxos privados globais, que era de 11,8% em 1991, cresceu progressivamente até 1997, quando atingiu o pico de 14,4%. A partir desse ano, como reflexo das sucessivas crises que atingiram os países "emergentes", essa participação diminuiu também de forma progressiva, passando para 9,8% em 1998 e somente 7,6% em 2000 (último dado disponível).

Ademais, mesmo no âmbito dos países "emergentes", não houve uma pulverização das aplicações nos anos 90. Como os mercados de *securities* e de ações desses países são menos líquidos, existe uma tendência de concentração dos investimentos nos mercados maiores e nas emissões que envolvem uma maior captação de recursos<sup>268</sup> (Griffith-Jones, 1995). Em outras palavras, os fluxos financeiros direcionados para a "periferia" são seletivos em vários aspectos, selecionando não somente os países, mas também os agentes. Somente empresas e instituições financeiras consideradas de "boa reputação" pelas agências de *ratings* têm acesso ao mercado internacional de capitais.

O argumento de que a estratégia de diversificação dos portfólios dos investidores institucionais resultará num aumento progressivo da importância relativa dos fluxos de capitais para os países "emergentes" não se sustenta, pois a maior integração financeira entre os países diminui os ganhos potenciais da diversificação internacional dos portfólios, na medida em que os "mercados emergentes" passam a apresentar um movimento cada vez mais sincronizado com os mercados dos países centrais, como mostram os estudos da Cepal (2002) e do FMI (Mathieson & Schinasi, 2001).

Após essa caracterização geral das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional globalizado, é fundamental explicitar as relações entre essas assimetrias, cujas dimensões (monetária, macroeconômica e financeira) se auto-reforçam, e a maior vulnerabilidade dos países "emergentes" às crises financeiras contemporâneas.

<sup>267</sup> Essas estatísticas estão disponíveis na publicação *Global Development Finance*, World Bank (2001).

<sup>268</sup> Essa concentração das aplicações em poucos países "emergentes" é uma das causas do efeito-contágio observado nas crises dos anos 90. Diante de perdas em aplicações num país específico, que compõem grande parte dos portfólios dos investidores globais - como foi o caso do México - os fundos vendem, principalmente, títulos emitidos pelos países localizados na mesma região, com o objetivo de manter a participação relativa de cada região nos respectivos portfólios (Griffith-Jones, 1996).



A volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais afeta sobretudo os países “emergentes”, pois esses fluxos são determinados, sobretudo, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais, subordinados à lógica especulativa. Como destacado acima, esta é uma das dimensões da assimetria financeira. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, as moedas (e os ativos financeiros) “emergentes”, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional – reflexo, por sua vez, da assimetria monetária – são os primeiros “alvos” dos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou para os títulos da dívida pública americana) empreendidos por esses investidores.

A recorrência desses movimentos está associada não somente à instabilidade intrínseca da dinâmica da globalização financeira, mas também à gestão da política monetária do país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos, cuja autonomia de política é praticamente total devido à natureza fiduciária do dólar no sistema monetário internacional contemporâneo. A postura atual deste país, que reflete a assimetria macroeconômica, afeta perversamente, sobretudo, os países “emergentes”. Por um lado, os choques financeiros, associados às mudanças nessa gestão – agora livre de restrições externas – reverberam principalmente nesses países, pois suas moedas não-conversíveis são os primeiros alvos dos movimentos de fuga para a qualidade. Por outro lado, esses países não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas, as quais atenuariam as variações do ciclo econômico doméstico associadas aos fluxos de capitais e, assim, a sua vulnerabilidade à reversão desses fluxos e às crises financeiras recentes<sup>269</sup>. Em outras palavras, ao mesmo tempo em que sofrem mais intensamente os impactos das mudanças na política econômica do país emissor da moeda-chave, pois são *business-cycle takers*, os países “emergentes”, enquanto *policy takers*, não têm graus de liberdade para neutralizar ou atenuar essas mudanças.

A outra dimensão da assimetria monetária (ou da não-conversibilidade), relativa à função de unidade de denominação dos contratos, também acentua a vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises

<sup>269</sup> Esta menor autonomia de política dos países “emergentes” também está associada ao que se convencionou chamar de “disciplina de mercado”. Nos momentos de crise, associadas à reversão dos fluxos de capitais, esses países devem adotar políticas pró-cíclicas para manter sua credibilidade junto aos investidores internacionais. A aplicação de medidas de austeridade durante as crises gera pressões para a adoção de políticas igualmente pró-cíclicas no auge do ciclo (isto é, expansionistas), reforçando, ao invés de atenuar, o comportamento inerentemente pró-cíclico dos mercados financeiros nacionais e internacionais (Ocampo, 2001b).



financeiras recentes. A principal consequência desta dimensão é a incapacidade desses países emitirem dívida nos mercados internacionais denominada na própria moeda, como destacado acima. Como esses países são historicamente dependentes de fontes de financiamento externas, a situação financeira dos devedores domésticos - e, com isso, a sua capacidade de honrar os compromissos externos -, torna-se totalmente vinculada às variações das respectivas taxas de câmbio, potencialmente maiores no contexto atual tanto em função da volatilidade dos fluxos recentes de capitais quanto do patamar mais elevado das taxas de juros domésticas. Isto porque, devido a esse patamar, uma das manifestações da assimetria monetária, as variações exigidas dos preços-chave (juros e câmbio) para reter e/ou atrair capitais são muito mais intensas, o que contribui igualmente para a maior vulnerabilidade às crises, uma vez que essas variações também têm impactos deletérios sobre a situação financeira dos agentes domésticos.

Ademais, como a maior parte da dívida externa desses agentes é denominada na moeda-chave (ou seja, em dólar), mudanças nas taxas de câmbio e de juros desta moeda, associadas à gestão monetária americana, têm um impacto imediato sobre o valor desta dívida, pois o dólar desempenha a função de unidade de conta dos ativos internacionais. Como explica Shulmeister (2000: 374)<sup>270</sup>:

*Most international financial stocks are held in dollars, and this is particularly true for credit to developing countries. Consequently, any change in dollar exchange rates simultaneously changes the value of dollar debt (...).*

A segunda dimensão da assimetria financeira – o fato de uma proporção marginal dos fluxos ser alocada nos “mercados emergentes” – contribui, igualmente, para a maior incidência dos choques financeiros, intrínsecos ao sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, nos países “emergentes”. Isto porque, se, de forma geral, o grau de instabilidade das aplicações é maior no caso dos ativos estrangeiros em relação aos nacionais (Plihon, 1996), no caso dos ativos “emergentes” essa instabilidade é ainda maior dados os impactos igualmente marginais da venda desses ativos sobre a rentabilidade dos portfólios globais, devido à sua natureza residual. Essa instabilidade é

<sup>270</sup> Este autor ressalta que os países periféricos são mais afetados pela volatilidade das taxas de câmbio e de juros americana não somente em função do papel do dólar como unidade de conta dos ativos internacionais mas também devido ao papel da taxa de câmbio americana como unidade de conta dos fluxos comerciais internacionais. Como o preço das *commodities* são determinados no mercado internacional e denominados em dólar (denominados de *dollar-goods* vis-à-vis os produtos manufaturados, os *non-dollar goods*), qualquer mudança na taxa de câmbio do dólar provoca uma mudança nos termos de troca entre qualquer par de país, cuja intensidade depende da proporção de *dollar-goods* relativamente a de *non-dollar goods* na balança comercial dos dois países. Para uma estimativa dos impactos da volatilidade das taxas de câmbio dos países do G-3 sobre os países em desenvolvimento, ver Esquivel & Larraín (2002).

reforçada pelas características dos títulos emitidos pelos países "emergentes": o seu prazo médio menor em relação àqueles emitidos pelas empresas e bancos dos países centrais, bem como as cláusulas *put option*, muito comum nas emissões desses países, as quais permitem o resgate de grande parte do estoque num curto período de tempo, mediante a venda e/ou não renovação dos títulos.

É importante mencionar que esta natureza residual e volátil das aplicações nos países "emergentes" acentuou-se ainda mais no final dos anos 90, em decorrência de mudanças estruturais na base de investidores nesses países, provocadas pelas crises da segunda metade daquela década, especialmente a crise russa<sup>271</sup>. Após essa crise, as instituições altamente alavancadas, como os *hedge funds* e as *trading desks* dos bancos de investimento, optaram por reduzir (e, em alguns casos, fechar) suas atividades nos "mercados emergentes" devido às perdas incorridas nas aplicações nesses mercados (ou foram forçados a isso devido à redução das linhas de crédito). A base de investidores atual é dominada pelos investidores *crossover* – que concentram suas aplicações em títulos *investment grade* dos países centrais, mas detêm marginalmente posições nos "mercados emergentes", se há expectativa de retorno elevado – e, secundariamente, por um pequeno *pool* de investidores dedicados. Como o *benchmark* utilizado para avaliar a performance dos administradores de portfólio dos investidores *crossover* não inclui os ativos dos "mercados emergentes" (em contraposição aos investidores dedicados, que são avaliados de acordo com os *benchmarks* desses mercados), estes podem reduzir ou eliminar suas posições rapidamente, diante de sinais de deterioração nesses mercados, oportunidades de investimento mais atrativas nos mercados financeiros dos países centrais ou do aumento da aversão ao risco. Esses ajustes de portfólio resultam em abrutadas contrações/expansões do acesso dos "mercados emergentes" ao mercado financeiro internacional, sem relação com os respectivos fundamentos (Adams, Mathienson & Shinasi, 1999 e Mathienson & Shinasi, 2001)<sup>272</sup>.

<sup>271</sup> A natureza volátil e dependente das condições financeiras dos países centrais desses fluxos passou a ser reconhecida pelos organismos multilaterais após as crises financeiras de 1997-99. O termo *on-off nature* tem sido utilizado pelo FMI para caracterizar para essa especificidade. Ver: Adams, Mathienson & Shinasi (1999) e Mathienson & Shinasi (2001).

<sup>272</sup> Além da mudança estrutural da base de investidores, dois fatores adicionais têm acentuado a instabilidade deste acesso. Por um lado, a adoção crescente de sistemas *Value at Risk* induz os investidores a cancelarem suas posições nos "mercados emergentes" para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio. Por outro lado, os investidores passaram a discriminar ativos sem *rating* (ou com baixo *rating*) e poucos líquidos, e a exigir maiores contrapartidas dos emissores de bônus, como securitização e garantias oficiais (Adams, Mathienson & Shinasi, 1999 e Mathienson & Shinasi, 2001).

Todavia, a despeito da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para os países "emergentes", os efeitos potencialmente instabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e de capitais domésticos são significativos. Pois, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal. Pelo contrário, a integração financeira internacional é uma integração entre parceiros desiguais (Cepal, 2002). Como ressaltam Akyüz & Cornford (1999: 16):

*(...) the size of developing-country financial markets is small, so that entry or exit of even medium-size investors from industrial countries is capable of causing considerable price fluctuations, even though their placements in these markets account for a small percentage of their total portfolios.*

Além dos efeitos instabilizadores sobre os mercados de câmbio, os ingresso e retornos desses fluxos acentuam a volatilidade estrutural dos mercados de capitais "emergentes", associada à sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e líquidos. Como ressaltam Freitas & Prates (2001a:23), em termos do desenvolvimento desses mercados *"tanto os países asiáticos como os latino-americanos padecem do mesmo mal: mercados estreitos e altamente especulativos"*. Ao mesmo tempo em que acentuaram a volatilidade dos mercados secundários, *"a abertura externa não se traduziu no aprofundamento e maior dinamismo do mercado primário, que permanece como uma fonte de recursos marginal para a maioria das empresas domésticas"*.<sup>273</sup>

Em relação aos mercados acionários, a abertura das bolsas de valores "emergentes" para os não-residentes resultou na emergência e posterior colapso de bolhas especulativas, no momento de reversão dos fluxos. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho desses mercados, os preços das ações registraram uma alta volatilidade associada aos choques positivos e negativos de expectativas, que contaminavam igualmente o mercado de câmbio. Nos países onde o ciclo de ativos contribuiu para alavancar o ciclo creditício doméstico (como no sudeste asiático), essa

<sup>273</sup> Evidências nesse sentido são apresentadas, igualmente, pelo estudo de Dowers, Gomerz-Acebo & Masci (2000). Para o caso brasileiro, especificamente, ver Prates (1998) e Freitas & Prates (2001d).

volatilidade e o "estouro" da bolha atingiu igualmente o mercado de crédito e teve impactos depressivos sobre a demanda agregada, via efeito-riqueza<sup>274</sup>.

No caso dos mercados de títulos de renda fixa, sua volatilidade é potencialmente mais intensa do que a apresentada pelas bolsas de valores, uma vez que sua dimensão é ainda menor, sendo esses mercados, de forma geral, dominados pelo segmento de títulos públicos<sup>275</sup>. Assim, vendas por parte dos investidores estrangeiros reduzem significativamente os preços dos títulos, implicando a ocorrência de efeito-riqueza e repercussões sobre outros segmentos do mercado financeiro, como o sistema bancário. Ademais, como em vários países "emergentes" esses mercados são parcialmente ou totalmente dolarizados, ou seja, os títulos possuem cláusula de correção cambial, como destacado na seção precedente, os *feed-backs* potenciais entre os mercados de títulos de renda fixa e de câmbio são mais acentuados, pois uma desvalorização cambial provocada pela reversão dos fluxos de portfólios contamina o preço dos títulos, afetando a situação financeira dos devedores domésticos (Griffith-Jones, 1995 e Prates, 1997).

Esta tendência à dolarização, que atinge diversos segmentos dos mercados financeiros "emergentes", além do mercado de títulos de renda fixa (como destacado na seção precedente), constitui uma característica adicional desses mercados que afeta a vulnerabilidade dos países "emergentes" às crises, pois acentua os *feed-backs* entre fragilidade cambial e bancária, associados igualmente ao endividamento externo em moeda estrangeira. Esta tendência não decorre somente do passado inflacionário desses países, mas também da não-conversibilidade das moedas periféricas, que "contamina" o funcionamento dos sistemas financeiros domésticos. Em muitos casos, além dos

<sup>274</sup> Existem controvérsias em relação aos efeitos das aplicações de estrangeiros em ações, ou em termos mais gerais, em papéis de renda variável. Segundo o BIS (1995), uma das funções do mercado acionário é exatamente absorver as mudanças nas expectativas dos investidores sem levar a falências e, com isso, o risco de crise cambial é menor quando o investimento de portfólio concentra-se em ações. As pressões sobre a taxa de câmbio são aliviadas na medida em que outros agentes (residentes e não-residentes) absorvem a oferta de ações. O declínio dos preços pode até induzir à manutenção das posições dos investidores e incentivar novas aquisições. Contudo, essa visão não foi corroborada pelas crises dos "mercados emergentes" da segunda metade dos anos 90. Por exemplo, após a crise do México, os investimentos estrangeiros registraram queda de 45% entre dezembro de 1994 e janeiro de 1995, tendo um impacto substancial sobre o valor de mercado das ações, que caiu 76,7% no mesmo período (Griffith-Jones, 1996).

<sup>275</sup> De acordo com Studart (2001b:8), a pequena dimensão do mercado de títulos de longo prazo seria um dos determinantes dos impactos expansionistas dos fluxos de capitais sobre os mercados de crédito latino-americanos: "*Due to their patrimonial structure, banks are usually suppliers of short-term credit. The shallowness of markets for long-term securities and the poor development of interbank deposits markets reduce their capacity to manage their liabilities in order to compensate for changes in their reserves. In these circumstances, banks tend to be very conservative (...) The access to international markets provides banks with expanded sources of funding at low interest rates (vis-à-vis domestic markets) and longer maturities. As long as exchange rates is perceived as stable (...), it is microeconomically rational to borrow long abroad to lend short domestically*".

investidores estrangeiros, os próprios investidores residentes não aceitam deter ativos denominados em moeda doméstica, não-conversível, ou exigem elevados prêmios de risco para detê-los. Da mesma forma, os bancos locais, que obtêm *funding* no mercado financeiro internacional, em moeda estrangeira, em muitos países os repassam internamente na mesma moeda de captação ou com indexação cambial, para evitar o descasamento de moeda, como mencionado na seção anterior.



### 3.4. Conclusão

Assim, na interpretação heterodoxa, desenvolvida nesse capítulo, existiria uma relação entre a institucionalidade financeira dos países periféricos e sua maior vulnerabilidade às crises financeiras recentes, aspecto enfatizado, igualmente, pela literatura convencional. Contudo, é importante esclarecer as diferenças entre essas duas abordagens teóricas.

De acordo com o *mainstream*, as fragilidades dos sistemas financeiros "emergentes" decorreriam das deficiências regulatórias e institucionais, cuja superação passaria pela adoção de padrões de supervisão e regulamentação e de sistemas legais, de auditoria e contabilidade, nos moldes existentes nos países centrais. A superação dessas deficiências os tornaria "resistentes" às crises financeiras e, assim, permitiria a liberalização completa das contas de capitais e uma inserção virtuosa no sistema monetário e financeiro globalizado – argumento semelhante ao da seqüência das reformas, defendido inicialmente, por McKinnon (1988) – que garantiria o acesso à poupança externa. A mobilização dessa poupança é o papel clássico atribuído aos fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento e constitui o argumento mais tradicional a favor da abertura financeira desses países<sup>276</sup>. Além da escassez de capital, os níveis baixos de renda e de poupança constituiriam restrições ao crescimento desses países. Com isso, a poupança externa, na forma de entrada líquida de capital, poderia complementar a poupança interna e, assim, contribuir, decisivamente, para a retomada dos investimentos e, assim, do crescimento nesses países.

Já na abordagem heterodoxa, de inspiração keynesiana, esse argumento não faz nenhum sentido, pois a restrição ao crescimento não decorre de uma insuficiência de poupança, mas da escassez de *finance* (fundo rotativo de curto prazo) e de mecanismos de *funding* (que permitem a consolidação das dívidas), como destacou Keynes (1937). Ademais, no caso dos países latino-americanos, a inserção na globalização financeira, que resultou na absorção de volumes significativos de recursos externos (necessariamente denominados em moeda estrangeira devido à não-conversibilidade das moedas), não contribuiu para o financiamento dos investimentos e do crescimento e, assim, para amenizar outra fragilidade financeira estrutural da região, a inexistência de financiamento privado de longo

<sup>276</sup> Nos anos 90, outros argumentos em defesa desta abertura também ganharam importância, como o aumento da eficiência na alocação global dos recursos e dos sistemas financeiros (devido à possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e à maior concorrência entre as instituições residentes e não-residentes) e a diversificação dos riscos por parte dos investidores individuais (Prates, 1997).

prazo. Nesses países, historicamente a oferta desta modalidade de financiamento dependeu da ação do Estado, mediante a formação de fundos de poupança forçada, e da absorção de recursos externos.

A discussão dos determinantes dessa fragilidade financeira estrutural ultrapassa os objetivos desta tese. Vale mencionar, somente, que esta fragilidade tem condicionantes históricos, associados ao processo de desenvolvimento desses países, que, por sua vez, foi subordinado à sua inserção periférica no sistema capitalista mundial. Já a sua superação, como ressalta Studart (2001b), exigiria “*long-term financial and institution-building policies*” e não somente os ajustes regulatórios e de âmbito microeconômico recomendados pelo *mainstream*.

Já no caso dos países do sudeste asiático atingidos pela crise, esta inserção resultou na desestruturação dos mecanismos privados de financiamento de longo prazo, ancorados no elevado endividamento e nas participações cruzadas entre bancos e indústria, o qual foi um dos pilares do seu processo de industrialização acelerada. Como ressaltam diversos autores (como Wade & Veneroso, 1998 e Beluzzo, 1998), uma das causas da crise foi exatamente o abandono de um dos pilares do modelo de desenvolvimento anterior - o controle interno sobre a moeda e o crédito – devido às políticas de liberalização financeira, interna e externa, que viabilizaram sua inserção no processo de globalização financeira.

Defendeu-se, nesse capítulo, que as fragilidades dos sistemas financeiros dos países “emergentes”, que os tornam mais vulneráveis às crises financeiras contemporâneas – a dependência de fontes de financiamento em moeda estrangeira e a tendência à dolarização – estão associadas às assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, mais especificamente, à natureza não-conversível das suas moedas. Assim, essas fragilidades não são superáveis pela mera correção das deficiências regulatórias e institucionais. Cabe destacar que não se questiona aqui a existência dessas deficiências nos sistemas financeiros “emergentes”, e seus efeitos negativos sobre a performance desses sistemas, mas sim a sua importância na explicação daquela maior vulnerabilidade

Retorna-se, assim, ao ponto de partida da análise desenvolvida na seção 3.3: as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, cujas dimensões são relacionadas e imbricadas, explicam a maior suscetibilidade dos países “emergentes” às mudanças súbitas nas expectativas dos investidores estrangeiros e à volatilidade dos fluxos recentes de capitais, subjacente às crises financeiras recentes, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que explicam o caráter predominantemente gêmeo dessas crises, o qual contribui para sua maior

freqüência e intensidade. Em outras palavras, a maior vulnerabilidade desses países às crises financeiras recentes está associada à sua posição subordinada no sistema monetário e financeiro globalizado, sendo inerente à dinâmica deste sistema.

## Conclusão

Esta tese procurou avançar na compreensão das causas da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90 a partir de uma perspectiva heterodoxa. Essas crises constituíram uma das principais manifestações do acirramento da instabilidade financeira internacional nesse período, evidenciada em fenômenos como os ataques especulativos auto-realizáveis, a volatilidade dos fluxos de capitais, o comportamento de manada dos investidores estrangeiros e o efeito-contágio.

No capítulo 1, destacou-se que, no âmbito da literatura convencional, a recorrência dessas crises em países com sólidos fundamentos fiscais e monetários explicitou a inadequação dos modelos de crise cambial desenvolvidos nos anos 80, conhecidos como modelos de primeira geração. Nesse contexto, foram desenvolvidos novos modelos de crises financeiras nos países “emergentes”, que passaram a reconhecer a importância de elementos até então enfatizados somente pela heterodoxia como condicionantes destas crises, com destaque para os fenômenos mencionados acima, que têm caracterizado o sistema financeiro internacional contemporâneo.

Contudo, apesar dos avanços desta “reação teórica” – no sentido de aproximar os seus modelos da realidade e de enfatizar uma importante regularidade daquelas crises, o seu caráter gêmeo – nos modelos de segunda e terceira geração desenvolvidos após as crises mexicana e asiática, respectivamente, a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises cambiais e gêmeas continua sendo atribuída, em última instância, aos fatores internos aos países. Na realidade, os modelos de terceira geração, ao introduzirem características específicas dos sistemas financeiros “emergentes” em seu esquema analítico, deslocaram o foco da análise, mais uma vez, para as fragilidades ou desequilíbrios internos aos países, agora associados não mais à inconsistência nos fundamentos “estreitos” (como nos modelos de primeira geração) ou “ampliados” (caso dos modelos de segunda geração), mas às distorções desses sistemas geradas seja pelas garantias governamentais, seja pelas deficiências regulatórias e/ou institucionais, seja pelas falhas de mercado.

Ao nosso ver, essa conclusão decorre, em grande parte, de uma importante limitação da “reação teórica”. Apesar de incorporarem no seu esquema analítico, fatos estilizados que caracterizam o sistema financeiro internacional contemporâneo, os novos modelos não exploram as causas subjacentes a esses fenômenos e, assim, às crises financeiras recentes. Isto porque a dinâmica deste sistema está ausente ou é incorporada de forma insuficiente e incompleta, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita, como no modelo de Calvo & Mendonza (1997).



O ponto de partida da interpretação heterodoxa que se procurou desenvolver nesta tese foi exatamente a introdução, na análise, da dinâmica real de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. No capítulo 2, procuramos atingir esse objetivo a partir das contribuições de diversos autores que adotam um referencial teórico distinto do convencional, mais especificamente, uma abordagem de inspiração keynesiana na qual a incerteza e a moeda são categorias centrais.

Essa abordagem possibilitou, por um lado, a introdução no esquema analítico das características do sistema monetário internacional após o colapso do Acordo de Bretton Woods, que denominamos de padrão dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, marcado por uma instabilidade intrínseca decorrente da natureza desta moeda-chave, somada aos demais traços deste sistema, o regime de câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais. Por outro lado, essa abordagem permitiu a compreensão da dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo, ou seja, da globalização financeira. Procurou-se argumentar que o novo padrão de gestão da riqueza que emergiu nos países centrais, subordinado à lógica especulativa de valorização, extravasou as fronteiras desses países e passou a moldar, ao lado das características do sistema monetário internacional, o perfil dos fluxos de capitais no contexto atual, cujo traço fundamental é a sua volatilidade.

Mas, de acordo com a perspectiva heterodoxa, por que a dinâmica do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo atinge de forma mais perversa os países “emergentes”, tornando-os mais vulneráveis à natureza volátil dos fluxos de capitais e, assim, às crises financeiras? No capítulo 3, antes de responder a essa pergunta, enfatizamos que as crises financeiras desses países nos anos 90 estiveram associadas à sua inserção neste sistema intrinsecamente instável. Apesar das diferenças no *timing* e na intensidade das estratégias de abertura e desregulamentação financeiras, que decorreram, em grande parte, de condicionantes regionais, os países das duas principais regiões “emergentes”, América Latina e Ásia, foram vítimas de várias crises, que tiveram, de forma geral, um caráter gêmeo.

Em seguida, analisamos a dinâmica interna das crises financeiras dos países “emergentes” nos anos 90. De acordo com a abordagem heterodoxa adotada, essas crises são sistêmicas, geradas endogenamente a partir da absorção dos intensos fluxos de capitais, que resultou na emergência de situações de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica. O processo de fragilização não decorreu de políticas inconsistentes ou da existência de distorções nos sistemas financeiros “emergentes” (como defende a literatura convencional), mas da introdução de políticas voltadas

para a obtenção ou manutenção da estabilidade macroeconômica e para a integração da economia na globalização financeira.

Vale destacar que, apesar de vários elementos enfatizados – como o papel da liberalização financeira e dos fluxos de capitais na eclosão das crises gêmeas – também serem destacados pelos modelos convencionais de segunda e terceira gerações, os mecanismos de transmissão entre esses fatores nas duas abordagens são distintos. Enquanto nos modelos convencionais, a absorção excessiva de recursos externos e a atitude negligente e irresponsável dos bancos domésticos decorrem seja de fatores “extra-mercado” – como a existência de garantias governamentais aos passivos dos residentes – seja de imperfeições de mercado – como as falhas de coordenação entre os credores, ou os problemas de imperfeição dos contratos (*enforceability*) –, na interpretação heterodoxa, essa absorção é uma consequência inevitável da inserção dos países “emergentes” na globalização financeira. Já a expansão excessiva do crédito interno pelos bancos decorre da lógica intrínseca de comportamento dessas instituições que, enquanto agentes capitalistas impulsionados pela busca de lucros, tendem a expandir os empréstimos sem uma avaliação adequada dos riscos num contexto de expectativas otimistas e/ou de crescimento econômico, sancionando a demanda de crédito das empresas e das famílias.

Procuramos, igualmente, apontar algumas especificidades das crises latino-americanas e asiática. Na América Latina, os fluxos de capitais foram estimulados pela aplicação bem sucedida de planos de estabilização com âncora cambial e contribuíram para emergência de ciclos de crédito, que alimentaram bolhas de consumo e resultaram, na maioria dos casos, na fragilização dos sistemas bancários domésticos. Contudo, as três principais crises que eclodiram na região – mexicana, brasileira e Argentina – se diferenciaram em termos da sua morfologia, bem como da sua intensidade, devido, em grande parte, à gestão macroeconômica dos fluxos de capitais adotada e aos distintos graus de abertura financeira. Enquanto na Argentina, a estabilização baseada num regime de *currency board* implicou abertura financeira total da economia e uma estratégia de intervenção não-esterilizadora, no México e no Brasil os programas antiinflacionários não exigiram a liberalização completa da conta de capital e a conversibilidade monetária. Ademais, nesses dois países, foi adotada a estratégia de intervenção esterilizadora, que foi mais radical no caso do Brasil, no sentido de neutralizar os impactos dos fluxos de capitais sobre o sistema bancário doméstico; mas, em contrapartida, teve efeitos mais deletérios sobre as contas públicas. Essas diferenças explicam a menor intensidade das crises mexicana e, principalmente, brasileira vis-à-vis à argentina, a mais

intensa e perversa das crises latino-americanas. Já a crise brasileira pode ser considerada um caso particular entre as crises dos países “emergentes” nos anos 90, pois não teve um caráter gêmeo.

Na Ásia, a despeito das especificidades dos países mais atingidos pela crise, argumentou-se que, ao lado do seu caráter regional, que as tornaram um “único fenômeno”, as “várias crises” do sudeste asiático tiveram uma morfologia semelhante, que permitiria falar de uma crise do sudeste asiático. Em relação à sua morfologia, a crise do sudeste asiático foi uma crise cambial e financeira interna, que culminou num processo de *debt-deflation*, e pode ser compreendida nos termos da teoria de instabilidade financeira de Minsky, adaptada para economias abertas e periféricas num ambiente de livre mobilidade de capitais. A abertura e a liberalização financeiras desses países a partir do final dos anos 80 permitiram a absorção excessiva de fluxos de capitais em busca de valorização, que estimulou a expansão dos empréstimos internos, os quais foram direcionados tanto para investimentos produtivos quanto para aplicações nos mercados de ativos. Esta absorção foi estimulada, igualmente, pelo contexto de taxas de câmbio estáveis e valorizadas e taxas de juros domésticas elevadas. Esta combinação dos preços-chave, favorável ao ingresso de capitais em busca de ganhos de arbitragem e ao endividamento externo dos residentes, não esteve associada às políticas de estabilização com âncora cambial, como na América Latina, mas à dinâmica de crescimento regional, liderada pelo Japão: enquanto os regimes de câmbio administrado atrelados ao dólar constituíam um dos principais pilares dessa dinâmica, os juros elevados foram uma das primeiras manifestações da sua desestruturação.

Finalmente, procuramos responder à questão central que norteou a elaboração desta tese. Argumentamos que a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” à instabilidade intrínseca do sistema monetário e financeiro internacional globalizado decorre das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periferia.

A assimetria monetária refere-se à dimensão hierárquica do sistema monetário internacional. Nesse sistema, as moedas nacionais se posicionam de forma hierárquica, de acordo com seu grau de conversibilidade, que diz respeito à sua capacidade de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda: meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva. O dólar, a moeda-chave, situa-se no “topo” da hierarquia, pois tem o maior grau de conversibilidade, ou seja, é a única moeda capaz de desempenhar integralmente essas três funções. Numa posição intermediária encontram-se as moedas emitidas pelos demais países centrais, denominadas de moedas conversíveis, já que são, de forma secundária, utilizadas como meio de

denominação dos contratos em âmbito internacional (e, assim, são capazes de emitir dívida externa denominada em sua própria moeda) e demandadas como ativo de reserva pelos investidores estrangeiros. No espectro oposto, estão as moedas emitidas pelos países “emergentes”, que não são conversíveis, ou seja, são incapazes de desempenhar, mesmo de forma secundária ou marginal, essas duas funções.

Foram destacados quatro importantes desdobramentos desta não-conversibilidade, ou seja, da assimetria monetária, que contribuem para a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises cambiais e gêmeas no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo.

Em primeiro lugar, as moedas “periféricas”, por não desempenharem a função de reserva de valor, não são capazes de cumprir o papel de “receptáculo” da incerteza em âmbito mundial, estruturalmente mais elevada devido às características deste sistema. Pelo contrário, essas moedas são os primeiros alvos dos movimentos de fuga para a qualidade dos investidores globais, nos momentos de aumento da preferência pela liquidez. Uma manifestação adicional desta incapacidade são os prêmios de risco mais elevados atribuídos a essas moedas, que contaminam as taxas de juros domésticas, cujos patamares são, além de mais altos, rígidos à baixa.

Em segundo lugar, esses países, historicamente dependentes de fontes de financiamento externas, de forma geral não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda. Com isso, a capacidade dos devedores domésticos de honrar os compromissos externos torna-se totalmente vinculada às variações das respectivas taxas de câmbio, potencialmente maiores no contexto atual tanto em função da volatilidade dos fluxos recentes de capitais como do patamar mais elevado das taxas de juros domésticas. Ademais, como a maior parte da dívida externa desses agentes é denominada na moeda-chave (ou seja, em dólar), mudanças nas taxas de câmbio e de juros desta moeda, associadas à gestão da política monetária americana – cujo grau de autonomia é praticamente total dada a natureza fiduciária do dólar após o colapso de Bretton Woods – tem um impacto imediato sobre o valor desta dívida.

O terceiro desdobramento da não-conversibilidade das suas moedas é o menor grau de autonomia de política dos países “emergentes”. Em períodos de normalidade, esses países não têm condições de fixar sua taxa de juros abaixo do patamar estabelecido pelo mercado pois, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, esta decisão implicaria fuga da moeda nacional e desvalorização descontrolada da moeda. Já nos momentos de abundância ou escassez de recursos, os respectivos



bancos centrais não têm graus de liberdade para utilizar a política monetária no manejo do ciclo econômico doméstico, com o objetivo de atenuar os impactos dos fluxos de capitais sobre este ciclo.

Finalmente, a não-conversibilidade também “contamina” o funcionamento dos sistemas financeiros domésticos. Mais especificamente, é uma das causas da tendência de dolarização desses sistemas, pois, em muitos países, além dos investidores estrangeiros, os próprios investidores residentes não aceitam deter ativos denominados em moeda doméstica, não-conversível, ou exigem elevados prêmios de risco para fazê-lo. Adicionalmente, os bancos residentes, que captam recursos no mercado financeiro internacional, os repassam internamente na mesma moeda de captação ou com indexação cambial, para evitar o descasamento de moeda em seus balanços.

Já a assimetria financeira tem duas dimensões. A primeira refere-se aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países “emergentes”. Esses fluxos dependem, em última instância, de uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, decorrente seja de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, seja do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais - guiados por critérios puramente financeiros e especulativos. Como mencionado, são exatamente as moedas (e os ativos financeiros) “emergentes”, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional, os primeiros “alvos” dos movimentos recorrentes de fuga para a qualidade, empreendidos por esses agentes.

A segunda dimensão da assimetria financeira diz respeito à inserção marginal dos países “emergentes” nos fluxos de capitais globais. Apesar do crescimento da participação dos ativos emitidos por esses países nos portfólios dos investidores residentes nas economias centrais ao longo dos anos 90, essa participação ainda é residual. A natureza marginal dos fluxos de capitais direcionados para esses países – que, inclusive, se acentuou ainda mais no final dos anos 90 – também contribui para a sua maior vulnerabilidade aos choques financeiros, intrínsecos ao sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, uma vez que a venda das moedas e dos ativos financeiros emitidos por estes países pelos investidores globais tem efeitos igualmente marginais sobre a rentabilidade dos seus portfólios. Contudo, os efeitos potencialmente instabilizadores dos fluxos de capitais sobre os mercados de câmbio e de capitais “emergentes” são significativos pois, relativamente à dimensão desses mercados, esses fluxos não são marginais.

Em suma, as assimetrias monetária e financeira, que são relacionadas e imbricadas, explicam a maior



vulnerabilidade dos países “emergentes” à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que resultam no descasamento de moedas e nos *feed-backs* recíprocos entre crises cambiais e bancárias, subjacente ao caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países. Uma questão a ser aprofundada futuramente refere-se aos distintos graus de não-conversibilidade das moedas “emergentes”, especialmente, das moedas dos países latino-americanos e asiáticos, que dependem não somente da forma de inserção desses países no sistema monetário e financeiro internacional, mas também das características dos sistemas financeiros domésticos e das estruturas de comércio exterior.

Esse diagnóstico suscita uma questão fundamental, qual seja: se a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90 decorre da sua posição periférica e assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional, então ela é estrutural e insuperável? É claro que responder a esta questão ultrapassa os objetivos desta tese. Mas, a título de considerações finais, vale lembrar que a proposta de Keynes na conferência de Bretton Woods tinha como um elemento central a redução das assimetrias entre países credores e devedores. A sua derrota mostrou, por sua vez, como o perfil desse sistema depende das relações de poder entre os países centrais e, principalmente, dos interesses do país hegemônico e das classes sociais dominantes nesses países.

Assim, se por um lado, esta vulnerabilidade não é, em princípio, insuperável – pois poderia ser minimizada por uma reforma do sistema monetário e financeiro internacional que procurasse atenuar as assimetrias monetárias e financeiras deste sistema – por outro lado, este tipo de reforma talvez seja ainda mais utópica no contexto atual, dado o desequilíbrio que caracteriza as relações internacionais contemporâneas, que reflete a concentração do poder nas mãos dos Estados Unidos, o país emissor da moeda-chave.

## **Bibliografia**

## Referências Bibliográficas

ADAMS, Charles; MATHIESON, Donald J.; SCHINASI, Garry. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sep., 1999.

ADAMS, Charles et al. *International capital markets: developments, prospects and key policies issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998, v.1.

AGÉNOR, Pierre-Richard; BHANDARI, J. S.; FLOOD, R. P. Speculative attacks and models of balance of payments crises. *IMF Staff Papers*, Washington, D.C, v. 39, p. 357-94, Jun., 1992.

AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière: finance, croissance et cycles*. 3 ed. Paris: La Découverte, 2001a, v.1.

\_\_\_\_\_. *Macroéconomie financière: crises financières et régulation monétaire*. 3 ed. Paris: La Découverte, 2001b, v.2.

\_\_\_\_\_. *Macroéconomie financière*. 1. ed. Paris: La Découverte, 1995.

\_\_\_\_\_. *La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale*. Paris: La Découverte, 1986.

AKYÜZ, Yilmaz (Ed.) *East Asian development: new perspectives*. London: Frank Cass Publishers, 1999.

\_\_\_\_\_. *The east asian financial crisis: back to the future*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1998 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. *Financial liberalization: the key issues*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1993 (UNCTAD Discussion Papers n. 56).

\_\_\_\_\_. *On financial openness in developing countries*, Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1992 (Trabalho não publicado).

AKYÜZ, Yilmaz; CORNFORD, Andrew. *Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1999 (UNCTAD Discussion Papers, n. 143).

ALEXANDER, William E. et al. (Eds.). *Systemic bank restructuring and macroeconomic police*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1997.

ALDRIGHI, Dante Mendes. Financiamento e governança das empresas na Alemanha: tendências recentes. In: JORNADA DE ECONOMIA POLÍTICA DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO DO ENCONTRO NACIONAL DA ANPEC, XXVII, Belém, dez., 1999. *Anais...* Disponível em <<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/sep>>

ALVES, Antônio; FERRARI, Fernando; PAULA, Luíz. The post-keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson's proposal to reform the international monetary system. *Journal of Post-Keynesian Economics*, v.22. n.2, p. 207-224, winter, 1999.

- ANDREI, Cristian. O Plano Real e o desempenho da inflação nos primeiros quatro anos. In: CARNEIRO, Ricardo et al. *Gestão estatal no Brasil: as armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000, p. 70-116.
- ARTUS, Patrick. *Crises des pays émergents: faits et modèles explicatifs*. Paris: Economica, 2000.
- BACCHETTA, Philippe. Temporary capital controls in balance-of-payments crisis, *Journal of International Money and Finance*, v. 9, p. 246-57, Sep., 1990.
- BAER, M. Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, jul., 1995.
- BAIROCH, Globalization myths and realities: one century of external trade and foreign investment", in BOYER, Robert & DRACHE, Daniel (Eds.) *States against markets: the limits of globalization*. London: Routledge, 1996, p. 173-192.
- BANCO DEL MEXICO. *Informe anual*, México, D. F.: Banco del México, 1998. Apud Freitas & Prates, 1998, *op. cit.*
- \_\_\_\_\_. *Informe anual*. México, D. F: Banco del México, 1997. Apud Freitas & Prates, 1998, *op. cit.*
- BARBER, R.; GHILARDUCCI, T. Pension funds, capital markets, and the economic future. In: DYMSKY, G. A; EPSTEIN, G.; POLLIN, R. (Eds.) *Transforming the U.S. financial system: Equity and Efficiency for the 21st Century*. Armonk: M. E. Sharpe, Inc., 1993, p. 287-319 (Economic Policy Institute Series).
- BARRO, Robert J.; GORDON, David B. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy* n. 91, p. 589-610, Aug., 1983.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moeda no desenvolvimento das nações*. São Paulo: Editora Vozes, 1999, p.87-117.
- \_\_\_\_\_. Notas sobre a crise da Ásia, *Praga, estudos marxistas*, Campinas, n. 5, p. 59-75, 1998.
- \_\_\_\_\_. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193.
- \_\_\_\_\_. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.4., p.11-20, 1995.
- BELLUZZO, Luiz G. Mello; A-LMEIDA, J. S.G. *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- \_\_\_\_\_. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, São Paulo, n.1, v.4, p. 63-75, 1990.
- BERG, Andrew et al. *Anticipating balance-of-payments crises*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1999 (IMF Occasional Papers n.186).
- BERG, Andrew. *The Asian crisis: causes, policy responses, and outcomes*. Washington DC:

International Monetary Fund, 1999 (IMF Working Paper, n. 138).

BERY, Suman K.; GARCIA, Valeriano. *Preventing banking sector distress and crises in Latin America*. Washington D. C: The World Bank, 1996 (World Bank Discussion Paper n. 360, proceedings of a conference held in Washington, D. C.).

BLACKBURN, Keith. Collapsing exchange rate regimes and exchange rate dynamics: some further examples. *Journal of International Money and Finance*, v.17, p. 373-85, Dec., 1988.

BIRDSALL, Nancy; JASPERSEN, Frederick. *Pathways to growth: comparing East Asian and Latin America*. Washington, D.C: Inter-American Development Bank, 1997.

BIS – Bank for International Settlements. *66<sup>th</sup> annual report*. Basle: Bank for International Settlements, 1996.

\_\_\_\_\_. *65<sup>th</sup> annual report*. Basle: Bank for International Settlements, 1995.

BOISSIEU, C. Le destin de la bulle financière. *Futuribles*, Paris, Nov., 1994.

BORDO, Michael D.; FLANDREAU, Marc. *Core, periphery, exchange regimes, and globalization*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2001 (NBER Working Paper n. 8584).

BOURGUINAT, Henri. *La tyrannie des marchés: essai sur l' économie virtuelle*. Paris: Economica, 1995.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.195-242.

\_\_\_\_\_. A financeirização da riqueza. *Economia e Sociedade*. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, n. 2, p. 25-57, 1993.

BRAGA, José Carlos de Souza; PRATES, Daniela Magalhães. Todos os bancos do presidente?, *Praga, estudos marxistas*, Campinas, n. 6, p.33-43, 1998.

BROOKS, Douglas H.; QUEISSER, Monika (Eds.). *Financial liberalization in Asia: analysis and prospects*. Paris: OCDE, 1999 (Asian Development Bank, Development Center of the Organisation for Economics and Development).

BRUNHOFF, Suzanne de. L'instabilité monétaire internationale. In: CHESNAIS, F. (coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996, p. 33-57.

BURNSIDE, Craig; EICHENBAUM, Martin; REBELO, Sergio. *On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2000 (NBER Working Paper n. 7554).

CALCAGNO, Alfredo F. El régimen de convertibilidad y el sistema bancario en la Argentina, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 61, p.63-89, 1997.

CALCAGNO, Alfredo F. & MANUELITO, Sandra. *La convertibilidad argentina: un antecedente relevante para la dolarización del Ecuador?*. Santiago de Chile: Cepal, 2001 (Serie Estudios



Estadísticos y Prospectivos).

CALVO, Guillermo A. Balance-of-payments crises in emerging markets. In: NBER CONFERENCE ON CURRENCY CRISES, 1998, Cambridge, Mass. Disponível em <<http://www.nber.com>>

\_\_\_\_\_. Varieties of capital market crises. In: CALVO, G.; KING, Mervin (Eds.) *Debt burden and its consequences for monetary policy*. New York: St. Martin's Press, 1997.

\_\_\_\_\_. Balance-of-payments crises in a cash-in-advance economy. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 19, p. 19-32, Feb., 1987.

CALVO, Guillermo. A.; MENDONZA, Enrique G. *Rational herding behavior and the globalization of securities markets*. Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis, 1997. (Discussion Paper n. 120).

\_\_\_\_\_. Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold. *Journal of International Economics*, n. 41, p.235-264, 1996.

CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M.. Capital and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, Washington, v.40, n.1, p.108-151, 1993.

CALVO, G. A. et al. Foreword. *Journal of International Economics*, n. 41, p. 220-222, 1996.

CALOMIRIS, Charles W.; GORTON, Gary. The origins of bank panics: models, facts and bank regulation. In: HUBBARD, R. G. (Org.) *Financial markets and financial crises*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991, p. 108-170.

CANUTO, Otaviano. *Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia*. São Paulo: Nobel, 1994.

CANUTO, Otaviano; CURADO, Marcelo. Modelos de crises cambiais de 'terceira geração' versus fatos estilizados na América Latina. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.16, p. 43-65, 2001.

CURADO, Marcelo. *Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial*. 2001. Tese (Doutorado em Economia). Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

CAPRIO Jr., Gerard; KLINGEBIEL, Daniela. Bank insolvency: bad luck, bad policy, or bad banking?. In: BRUNO, Michael; PLESKOVIC, Boris. *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, D. C, 1996, p.69-104.

CARDOSO DE MELLO, João Manuel. Prólogo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1998, p. 15-24.

CARNEIRO, Ricardo de M. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira do último quarto do século XX*. São Paulo: Editora da Unesp, 2002a.

\_\_\_\_\_. *A Argentina e o currency board: réquiem para um velho defunto*. Campinas: Centro de Conjuntura e Política Econômica (CECON) do Instituto de Economia da Unicamp, 2002b

(Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.

CARNEIRO et al. Política Financeira. In: PORTUGAL JR., José Geraldo; SAMPAIO, Fernando Azevedo de Arruda (Orgs). *Gestão estatal no Brasil: os limites do liberalismo (1990-1992)*. São Paulo: FUNDAP, 1995, p.43-85.

CARNEIRO, Dionísio; GARCIA, Márcio. Flujos de capitales y control monetario bajo substitución doméstica de dinero: la reciente experiencia brasileña. In: STEINER, Roberto (Org.) *Afluencia de capitales y estabilización en la América Latina*, Bogotá, 1994, p.111-133.

CARVALHO, Carlos Eduardo. *Bancos e inflação no Brasil: comentários depois do Plano Real*. São Paulo, 1995. (Trabalho não publicado).

CARVALHO, Fernando Cardim de. *Mr. Keynes and the post keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Aldershot, UK: Edward Elgar, 1992a.

\_\_\_\_\_. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós keynesiana. In: SILVA, Maria Luiza Falcão. *Moeda e produção: teorias comparadas*, Brasília: UNB, 1992b, p.163-191.

\_\_\_\_\_. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: Amadeo, Edward (Org). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e história do pensamento econômico*. São Paulo, Marco Zero, p. 179-194, 1989.

CEPAL. *Globalización & desarrollo*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina e el Caribe, 2002.

\_\_\_\_\_. *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina e el Caribe, 1994.

CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo, Companhia das Letras, 2001.

CHAN, Yuk-Shee. On the positive role of financial intermediation in allocation of venture capital in a market with imperfect information. *The Journal of Finance*, v. 38, n. 5, p. 1543-68, Dec., 1983.

CHANG, R; VELASCO, A. *Financial crises in emerging markets: a canonical model*. Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998a. (Working Paper n. 98-1).

\_\_\_\_\_. *The Asian liquidity crisis*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, November, 1998b (NBER Working Paper n. 6796).

CHESNAIS, François. *La théorie du regime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*, 2002. Disponível em: <http://attac.org/fra/list/doc/chesnais43.htm>.

\_\_\_\_\_. Crise de la finance or prémisses de crises économiques propres au régime d'accumulation actuel?. In: CHESNAIS, François; PLIHON, Dominique (Orgs.) *Le pièges de la finance mondiale*. Paris: Syros, 2000, p.38-59.

- \_\_\_\_\_. *La mondialisation du capital*, nouvelle édition augmentée. Paris: Syros, 1997.
- \_\_\_\_\_. Introduction générale. In: CHESNAIS, François (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, Paris: Syros, 1996, p.9-31.
- \_\_\_\_\_. *La mondialisation du capital*. 1. ed. Paris: Syros, 1994.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo. *Uma visão crítica da teoria da repressão Financeira*. Campinas: Editora da Unicamp, 1999 (coleção Teses).
- \_\_\_\_\_. A montagem de um novo regime monetário-financeiro nos Estados Unidos: 1982-94. In: CINTRA, Marco Antônio Macedo; FREITAS, Maria C. P. (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998, p. 177-248.
- \_\_\_\_\_. *As Transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, nov.,1997.
- CINTRA, Marco Antônio Macedo; FREITAS, Maria C. P. (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo; FARHI, Maryse. Contradicciones y límites del Plano de Convertibilidad, *Nueva Sociedad*, Caracas: Friedrich Ebert Stiftung, n.179, p. 89-111, 2002.
- CIOCCA, P.; NARDOZI, G. *The high price of money*. Oxford: Claredon Press, 1996.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry. *East Asian corporates: growth, financing and risks over the last decade*. Washington, DC: World Bank, 1998 (Trabalho não publicado).
- CLAESSENS, Stijn, DOOLEY, M., WARNER, A. Portfolio capital flow: hot or cold?, *World Bank Economic Review*, v.9, n.1., Jan.,1995.
- COLE, H. L.; KEHOE, T.J. Self-fulfilling debt crises. *Journal of International Economics*, n. 41, p. 309-330, 1996.
- COMISSÃO PARLAMENTAR DE INQUÉRITO SOBRE OS BANCOS. Depoimentos e Relatório, 1999. *Apud* Farhi, 2002, op. cit.. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br>>.
- CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. Paper tigers? A model of the Asian crisis. Cambridge: National Bureau of Economic Research, Nov., 1998a (NBER Working Paper Series n. 6783).
- \_\_\_\_\_. *What caused the Asian currency and financial crisis?*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Nov., 1998b (NBER Working Paper Series, n. 6833).
- COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz G. Mello. Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 137-150, 1998.
- \_\_\_\_\_. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*,

Campinas, n. 7, p. 129-154, 1996.

CUNHA, André Moreira. *Crise no pacífico asiático: causas e consequências*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, out., 2001.

\_\_\_\_\_. De volta para o futuro: crise e recuperação econômica no pacífico asiático. *Ensaio FEE*, Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, v.21, n.2, p.207-239, 2000.

\_\_\_\_\_. A crise asiática: para além das explicações convencionais. *Ensaio FEE*, Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, v.20, n.2, p.159-187, 1999.

\_\_\_\_\_. O pacífico asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, Niterói: Universidade Federal Fluminense, 1998. *Anais...* Disponível em <<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/sep>>

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela Magalhães. Instabilidade e crises nos anos 90: a reação conservadora. *Revista Economia Ensaio*, Uberlândia: Departamento de Economia da UFU, v. 15, n. 2, p. 151-186, 2001a.

\_\_\_\_\_. Instabilidade e crises: os avanços teóricos e as limitações políticas para o desenvolvimento dos países periféricos. In: SEMINÁRIO DESENVOLVIMENTO NO SÉCULO XXI (JORNADA NACIONAL), 2001, Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2001b. Disponível em <<http://www.ie.ufrj.br>>.

\_\_\_\_\_. A globalização financeira e as economias capitalistas periféricas: algumas lições da instabilidade dos anos 90. In: BÊRNI, Duílio de Ávila (Org.) *Reflexos da reestruturação produtiva mundial sobre a economia do Rio Grande do Sul*. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2000.

\_\_\_\_\_. Instabilidade Financeira nos Anos 90: a reação conservadora. In: II JORNADA DE ECONOMIA POLÍTICA DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO DO ENCONTRO NACIONAL DA ANPEC, XXVII, dez., Belém. *Anais...* 1999a. Disponível em <<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/sep>>

\_\_\_\_\_. A Instabilidade financeira nos anos 90: algumas implicações para as economias capitalistas periféricas. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, n. 32, ano 17, set., 1999b.

DAMILL, J. M.; FANELLI, J. M.; FRENKEL, R. De México a México: el desempeño de América Latina en los noventa. *Revista de Economía Política*, São Paulo, v.16, n. 4,out./dez., p.115-142, 1996.

DAVIDSON, Paul. Reality and economic theory. In: DAVIDSON, Louise (Ed.) *Uncertainty, international money, employment and theory* (The Collected Writings of Paul Davidson, vol.3). New York: St Martin's Press, 1999.

DAVIS, E. P. *Debt, financial fragility and systemic risk*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 1995 (1. ed., 1992).

DELLAS, Harris; STOCKMAN, Alan. *Self-fulfilling expectations, speculative attacks, and capital controls*. Rochester, New York: University of Rochester, Jun., 1988 (Working Paper n. 138).

DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash; DETRAGIACHE, Enrica. *Financial liberalization and financial fragility*. Washington D.C. International Monetary Fund, 1998a (IMF Working Paper n. 98/83).

\_\_\_\_\_. The determinants of banking crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers*, Washington D.C., v. 45, n. 1, Mar., p. 81-109, 1998b.

DEQUECH, David. Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999, p. 88-108.

DEVENOW, Andrea; WELCH, Ivo. Rational herding in financial economics. *European Economic Review* n. 40, p. 603-614, 1996.

DEVLIN, R.; FFRENCH-DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES S. Fluxos de capitais y el desarrollo en los noventa: implicaciones para las políticas económicas. *Pensamiento Iberoamericano*, Madrid, n.27, 1995.

DIAMOND, Douglas W. Liquidity, banks, and Markets, *Journal of Political Economy*, v. 105, p.928-995, 1997.

\_\_\_\_\_. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, v. LI (1), n.164, p. 393-414, Jan., 1984.

DIAMOND, Douglas W.; DYBVIG, Philip H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, v. 91, n. 31, p. 401-419, 1983.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, v.19, p. 1-24, 1985.

DOOLEY, Michael. A model of crises in emerging markets. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Dec., 1997 (NBER Working Paper n. 6300).

DOW, Sheila C. The methodology of macroeconomic thought, a conceptual analysis of schools of thought in economics. 2. ed. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 1998 (1. ed., 1996).

DOWERS, K. F; GOMEZ-ACEBO; MASCI, P. Making capital markets viable in Latin America, *Infrastructure and Financial Markets Review*, v. 3. Washington: International Monetary Fund, Dec., 2000.

DUMENIL, Gérard; LÉVY, Dominique. *Crise et sortie de crise: ordre et désordres néolibéraux*. Paris: Presses Universitaires de France, 2000.

DYMSKI, G. A. Economia de bolha e crise financeira no leste asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.11, p.73-136, 1998.

EATWELL, John & TAYLOR, Lance. *Global finance at risk: the case for international regulation*. New York: The New Press, 2000.

EICHENGREEN, Barry. *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia*



agenda. Washington D.C: Institute for International Economics, 1999.

\_\_\_\_\_. *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press, 1996.

EICHENGREEN, Barry; BORDO, Michael D. *Crises now and then: what lessons from the last era of financial globalization?*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Jan., 2002. (NBER Working Paper n. 8716).

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. *Exchange rates and financial fragility*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research 1999. (NBER Working Paper n. 7418).

EICHENGREEN, Barry; MODY, Ashoka. *Lending booms, reserves and the sustainability of short-term debt: inferences from the pricing of syndicated bank loans*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1999 (NBER Working Paper n. 7113).

EICHENGREEN, Barry et al. *Capital account liberalization: theoretical and practical aspects*. Washington D. C.: International Monetary Fund, 1998. (IMF Occasional Paper n. 172).

EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K. *Staying afloat when the wind shifts: external factors and emerging-market banking crises*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1998 (NBER Working Paper n. 6370).

EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K.; WYPLOSZ, C. Exchange market mayhem: the antecedents and the aftermath of speculative attacks, *Economic Policy*, v. 21, p. 249-296, 1995.

ESQUIVEL, Gerardo; LARRAÍN, Felipe B. *The impact of G-3 exchange volatility on developing countries*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 2002 (G-24 Discussion Paper Series n.16).

FFRENCH-DAVIS, R. El efecto tequila, sus orígenes y su alcance contagioso. *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, v. 37, n.146, Argentina, 1997.

FANELLI, J. M. Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 77, ago., 2002.

FANELLI, J. M.; FRENKEL, R; ROZENWURCEL, G. Growth and structural reform in Latin America: where we stand. In: CONFERENCE ON THE MARKET AND THE STATE IN ECONOMIC DEVELOPMENT, São Paulo, Universidade de São Paulo, 1990.

FANELLI, J. M.; MACHINEA, J.L. O movimento de capitais na Argentina. In: Ffrench-Davis, R. & GRIFFITH-JONES, R (Orgs.) *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1997, p.78-112.

FARHI, Maryse. Novos instrumentos e práticas na finança internacional. *Relatório de pesquisa* (pós-doutorado). São Paulo: Fapesp, 2002 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. *Derivativos financeiros no Brasil: estabilização monetária, ataques especulativos e crise cambial. Relatório de pesquisa* (pós-doutorado). São Paulo: Fapesp, 2001a. (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. *Economia e Sociedade*, Campinas, n.17, p.55-79, 2001b.

\_\_\_\_\_. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, 1999, p.93-114.

\_\_\_\_\_. *O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros*. 1998. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

FARNETTI, R.. Les rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée. In: CHESNAIS, François (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996, p. 185-212.

FAZZARI, Steven. M. *Minsky and the mainstream: has recent research rediscovered financial keynesianism?* New York: Jerome Levy Economics Institute, 1999 (Working Paper n. 279).

FERRARI, A. *O plano de convertibilidade argentino*. 1998. Dissertação (Mestrado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas.

FERREIRA, Carlos K. L.; FREITAS, Maria C. P.; SCHWARTZ, Gilson. A institucionalidade do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. In: CINTRA, Marco Antônio Macedo, FREITAS, Maria C. P. (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998, p.13-144.

FERREIRA, Carlos Kawall; FREITAS, Maria C. P.. *Os bancos de desenvolvimento frente ao mercado de capitais e aos novos intermediários financeiros*. Trabalho Vencedor do XVI Concurso Latino-americano sobre Bancos de Fomento 1994/95 realizado pela ALIDE – Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo, 1995.

FERREIRA, C. K. L; FREITAS, M. C. P. *O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80*. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1990 (Estudos de Economia do Setor Público n.1).

FLOOD, Robert P.; GARBER, Peter M.; KRAMER, Charles. Collapsing exchange rate regimes: another linear example. *Journal of International Economics*, n. 41, p. 223-234, 1996.

FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, v.17, p. 1-13, Aug., 1984.

\_\_\_\_\_. *A systematic banking collapse in a perfect foresight world*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1981 (NBER Working Paper n. 691).

FLOOD, Robert; MARION, Nancy. *Perspectives on the recent currency crisis literature*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1998 (NBER Working Paper n. 6380).

\_\_\_\_\_. *Speculative attacks: fundamentals and self-fulfilling prophecies*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1996 (NBER Working Paper n. 5789).

FLOOD, Robert; HODRICK, Robert J. Real aspects of exchange rate regime choice with

collapsing fixed rates. *Journal of International Economics*, vol.21, Nov., p.1367-72, 1986.

FOLKERTS-LANDAU, David; ITO, Takatoshi. *Internacional capital markets: developments, prospects and policy issues*. Washington, DC.: International Monetary Fund, 1995 (World Economic and Financial Surveys).

FRANKEL, Jeffrey A.; ROSE, Andrew. Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment. *Journal of International Economics*, n. 41, p. 351-366, 1996.

FRANKEL, J.. Esterilización del ingreso de divisas: ¿difícil (Calvo) o fácil (Reisen)? In: STEINER, R. (Org.) *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*. Bogotá: Fedesarrollo, 1994.

FREITAS, M. Cristina P. Política financeira, fragilidade e reestruturação bancária. In: CARNEIRO, Ricardo et al. *Gestão estatal no Brasil: as armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000, p. 237-295.

\_\_\_\_\_. *Concurrence bancaire, speculation et instabilité financière: une lecture hétérodoxe de l'évolution récente du système financier international*. 1997a. Tese (Doutorado em Economia), Université de Paris XIII, Paris.

\_\_\_\_\_. A natureza particular da concorrência bancária e seus efeitos sobre a estabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, p.51-83, 1997b.

FREITAS, M. Cristina P.; PRATES, Daniela M. Sistema financeiro internacional e países periféricos. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 2, p. 15-31, abr./jun, 2002.

\_\_\_\_\_. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do comitê da Basiléia sobre os países periféricos. In: SEMINÁRIO DESENVOLVIMENTO NO SÉCULO XXI (JORNADA NACIONAL), 2001, Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2001<sup>o</sup> Disponível em <<http://www.ie.ufrj.br>>.

\_\_\_\_\_. As novas regras de supervisão bancária do BIS e seus efeitos sobre os países periféricos. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 20, n. 35, p. 145-170, 2001b.

\_\_\_\_\_. As restrições das novas regras do Comitê de Basiléia sobre as condições de financiamento dos países periféricos. *Revista Economia Ensaios*, Uberlândia, v.15, n. 2, p. 59-93, 2001c.

\_\_\_\_\_. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 17, p. 81-111, 2001d.

\_\_\_\_\_. La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 70, p. 53-69, abr., 2000 (há uma edição em inglês).

\_\_\_\_\_. A evolução das emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90. In: FREITAS, M. Cristina P. de (Org.) *Abertura financeira no Brasil nos anos 90*. Edições Fundap: FAPESP; Brasília: IPEA, 1999, p. 61-100.

\_\_\_\_\_. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, pp. 173-98, dez. 1998.

- FRENKEL, Robert. *Capital market liberalization and economic performance in Latin America*. New York: Center for Economic Policy Analysis, 1998 (CEPA Working Paper n. III/1(<http://www.newschool.edu.cepa>))
- FURMAN, J.; STIGLITZ, J.E. Economic crises: evidence and insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington D. C, n.2, p. 1-135, 1998.
- GHANI, Zamani A. Development of the money market, interest rates and financial reforms in Malaysia. In: MEHRAN, H.; LAURENS, B.; QUINTYN, M. (Eds). *Interest rate liberalization and money market development: selected countries experiences*. Washington D.C: International Monetary Fund, 1996, p.125-144.
- GOLDFAJN, I.; VALDÈS, R. *Capital flows and the twin crises: the role of liquidity*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1997 (IMF Working Paper n.87).
- GOLDSTEIN, Morris. *The Asian financial crisis: causes, cures and systemic implications*. Washington D.C: Institute for International Economics, 1998.
- GOLDSTEIN, M.; P. TURNER. *Banking crises in emerging economies: origins and policy options*. Basle: Bank of International Settlements, 1996 (BIS Economic Papers, n. 46).
- GURLEY, J.G.; SHAW, E.S. Financial aspects of economic development, *American Economic Review*, vol. 45, Sep., p. 515-38, 1955.
- GURRÍA, José Angel. Fluxos de capital: o caso do México. In: FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, R (Orgs.) *Os fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra, 1997, p. 221-256.
- GRIFFITH-JONES, Stephany. Globalización de los mercados financeiros y el impacto de los flujos hacia los países en desarrollo: nuevos desafíos para la regulación. *Pensamiento Iberoamericano*, Madrid, n. 27, 1995.
- \_\_\_\_\_. La crisis del peso mexicano. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n.60, p. 151-170, 1996.
- GRIFFITH-JONES, Stephany; SUNKEL, Osvaldo. *O fim de uma ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: Brasiliense, 1990 (Tradução do original em inglês: Debt and development crisis in Latin America: the end of an illusion, 1986).
- GUTTENTAG, Jack M.; HERING, Richard J. Disaster myopia in international banking. *Essays in International Finance* nº 164, Sep., 1986.
- GUTTMANN, R. Les mutations du capital financier. In: CHESNAIS, F (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux..* Paris: Syros, 1996, p.59-96.
- \_\_\_\_\_. *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1994.
- \_\_\_\_\_. *International monetary reforme*. Papier présenté dans un séminaire au CEDI/Université Paris-Nord, June, 1993. (Trabalho não publicado).



- \_\_\_\_\_. Reforming money and finance, institutions and markets in flux. Armonk, NY: M.E. Sharper, cap. 3 e 11, 1989.
- HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo; STEIN, Ernesto. *Why do countries float the way they float?* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 2000 (IADB Working Paper n. 418).
- HAUSMANN, Ricardo et al. *Financial turmoil and the crises of exchange rate regimes*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 1999 (IADB Working Paper n.400).
- HAUSMANN, Ricardo; ROJAS-SUAREZ, Liliana (Eds.) *Las crisis bancarias en América Latina*. Santiago de Chile: Fundo de Cultura Económica, 1997 (primeira edição em inglês, 1996).
- \_\_\_\_\_. *La volatilidad de los flujos de capital: cómo controlar su impacto en América Latina*. Washington D.C.: Banco Interamericano de Desarrollo, 1996.
- HELLEINER, E. *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.
- \_\_\_\_\_. Post-globalization: is the financial liberalization trend likely to be reversed? In: BOYER, Robert; DRACHE, Daniel (Eds.) *States against markets: the limits of globalization*. London: Routledge, 1996, p.193-224.
- HENWOOD, Doug. *Wall Street*. London, New York: Verso, 1998.
- HONOHAN, Patrick. *Banking systems failures in developing and transition countries: diagnosis and prediction*. Basle: Bank of International Settlement. 1997 (BIS Working Papers n.39).
- HOTELLING, Harold.. The economics of exhaustible resources. *Journal of Political Economy* n. 39, p. 137-75, 1931.
- IBGE/ANDIMA. *Sistema financeiro: uma análise a partir das contas nacionais 1990-95*. Rio de Janeiro: Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística e Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, 1997.
- IMF. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, Apr., 2002.
- \_\_\_\_\_. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, Oct., 2001
- \_\_\_\_\_. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, Oct., 1998.
- IRWIN, G; VINES, D. A Krugman-Dooley-Sachs third generation model of the Asian financial crisis, *Global Economic Institutions Working Paper Series*, nº 46, Dec., 1999.
- JEANNE, Olivier. Les modèles de crise de change: un essai de synthèse en relation avec la crise du franc de 1992-93. *Économie et Prévision*, n. 123-124, p. 147-162, 1996.
- JEANNEAU, Serge; MICU, Marian. *Determinants of international bank lending to emerging market countries*. Basle: Bank of International Settlement. 2002 (BIS Working Papers n.112).
- JOMO, K.S. *Growth after the Asian crisis: what remains of the East Asian Model?* Geneve: United



- Nations Conference on Trade and Development, 2001 (G-24 Discussion Paper, n.10).
- KALDOR, N. Speculation and economic stability. *Review of Economic Studies*, v. 7, n.1., 1939.
- KAMISNKY, G. *Currency and banking crises: the early warnings of distress*. Washington D.C: International Monetary Fund, 1999 (IMF Working Papers n.178).
- KAMISNKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. *Leading indicators of currency crisis*. Washington DC: International Monetary Fund, 1998 (Trabalho não publicado).
- KAMISNKY, G., S.REINHART. *The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems*. Washington D.C: International Monetary Fund, 1996. (IMF Discussion Papers, n. 544).
- KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV, activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union, D. Moggridge (Ed). London: Macmillan., 1980.
- \_\_\_\_\_. *The general theory of employment, interest and money*. 14. ed. London: MacMillan, 1964 (1. ed., 1936).
- \_\_\_\_\_. *Treatise on money*, Macmillan, Royal Economic Society, 1930 (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. V & VI).
- KIM, JAE-CHUM. Interest rate deregulation and money market development in Korea”, in MEHRAN, H., LAURENS, B. e QUINTYN, M. (Eds.). *Interest rate liberalization and money market development: selected countries experiences*. Washington D.C: International Monetary Fund, 1996, p. 29-57.
- KINDLEBERGER, Charles P. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. 3. ed. New York: Basic Books, 1996 (1. ed., 1978).
- KIRAKUL, Suchada. Interest rate administration and liberalization and money market development in Thailand. In: MEHRAN, H., LAURENS, B. e QUINTYN, M. (Eds), *Interest rate liberalization and money market development: selected countries experiences*. Washington D.C: International Monetary Fund, 1996, p.75-110.
- KRASKER, William. The “peso” problem in testing efficiency of forward markets. *Journal of Monetary Economics*, v. 6, p. 296-76, 1980.
- KREGEL, J. *The Brazilian crisis: from inertial inflation to fiscal fragility*. New York: Jerome Levy Economic Institute, 2000 (Working Paper n. 294). Disponível em :<http://www.levy.org>.
- \_\_\_\_\_. Was there an alternative to the Brazilian crises?. *Brazilian Journal of Political Economy*, São Paulo, v. 19, n. 3 (75), Jul./Sep, 1999.
- \_\_\_\_\_. *Derivatives and global capital flows: applications to Asia*. New York: The Jeromy Levy Economic Institute, 1998a (Working Paper n. 246). Disponível em :<http://www.levy.org>
- \_\_\_\_\_. *Yes, “It” did happen again – a Minsky crisis happened in Asia*. New York: The Jeromy Levy Economic Institute, 1998b (Working Paper n. 234) Disponível em :<http://www.levy.org>
- \_\_\_\_\_. *East Asia is not Mexico: the difference between balance of payments crises and debt*

deflations. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1998c (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais, *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.

\_\_\_\_\_. Global portfolio allocation, hedging, and September 1992 in the European monetary system. In: DAVIDON, Paul; KREGEL, J. A (Eds.) *Employment, growth and finance: economic reality and economic growth*. Adershot, Hampshire: Edward Elgar Publishing Limited, 1994, p. 168-183.

KRUGMAN, Paul. *Crises: the next generation?*, 2001 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. Balance sheets, the transfer problem, and financial crisis, 1999 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. *What happened to Asia?*, 1998 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. *Currency crises*. Palestra conferida no National Bureau of Economic Research, October, 1997.

\_\_\_\_\_. *Are currency-crisis self-fulfilling?* In: NBER MACRO ANNUAL CONFERENCE, Cambridge, Mass., 1996 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v.11, n.3, Aug., p.311-325, 1979.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rule rather discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Money Economics* n. 12, p.55-93, Jul., 1977.

LAHET, Delphine. Reconciliation et dépassement des modèles de crise de change: un modèle de troisième génération en Asie, *Cahiers de recherche du LARE-efi* n.18. Bordeau: Laboratoire d'Analyse et de Recherche Économiques – Économie et Finance Internationales, Université Montesquieu – Bordeau IV, 2000.

LELAND, Hayne; PYLE, David. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, vol.32, n.2, p.371-87, May, 1977.

LEVI, M. L. O sistema financeiro japonês no pós-guerra e sua desregulamentação nos anos 80. In: CINTRA, Marco Antônio Macedo; FREITAS, Maria C. P. (Orgs.) *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998, p.288-332.

LINDGREN, Carl-Johan; GARCIA, Gillian; SAAL, Matthew I. *Bank soundness and macroeconomic policy*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1996.

LINDGREN, Carl-Johan et al. *Financial sector crises and restructuring: lesson from Asia*. Washington DC: International Monetary Fund, 1999.

LORIAUX, MICHAEL et al. *Capital ungoverned: liberalizing finance in interventionist states*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1997.

MACHINEA, J. L. *La crisis financiera argentina de 1995: causas, características e lecciones*,

Buenos Aires, 1996 (Trabalho não publicado).

MASSON, Paul R. *Multiple equilibria, contagion and the emerging market crisis*. Washington, D.C: International Monetary Fund, 1999 (IMF Working Paper n. 164).

MARION, Nancy P. Some parallels between currency and banking crises. In: ISARD, Peter; RAZIN, Assaf; ROSE, Andrew K. (Eds.) *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood*. Norwell, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers, 1999, p.3-18.

MATHIESON, Donald J.; SCHINASI, Garry. *International Capital Markets, : developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2001, July.

MCKINNON, R.I. *The order of economic liberalization*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1991.

\_\_\_\_\_. *Financial liberalization and economic development*, International Center for Economic Growth, 1988.

\_\_\_\_\_. *Money and capital in economic development*. Washington, D.C: The Brookings Institution, 1973.

MCKINNON, R.I.; PILL, Huw. The overborrowing syndrome: are East Asian economies different? In: GLICK, R. *Managing capital flows and exchange rates: perspectives from the Pacific Basin*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

MEDEIROS, C.A. Raízes estruturais da crise financeira asiática e o enquadramento da Coréia. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 151-73, dez.,1998.

\_\_\_\_\_. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. 1. ed. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

MEDEIROS, Carlos Aguiar; SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p.119-154.

MEYER, Arno. *Nota sobre a economia argentina*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Assuntos Internacionais, Brasília, 1997 (Trabalho não publicado).

\_\_\_\_\_. Os limites internos do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década dos 90. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994 (Texto de Discussão n.15).

MILLER, Victoria. Speculative currency attacks with endogenously induced commercial bank crises. *Journal of International Money and Finance*, v.15, n.3, p. 383-405, 1996.

MINSKY, Hyman P. *The essential characteristics of post-keynesian Economics*. New York: The Jerome Levy Economic Institute, 1993 (Working Paper).

\_\_\_\_\_. *Reconstituting the United States' financial structure: some fundamental issues*. New York: The Jerome Levy Economics Institute, 1992 (Working Paper n. 69).

- \_\_\_\_\_. The financial instability hypothesis: a clarification. In: FELDSTEIN, Martin. *The risk of economic crisis*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991.
- \_\_\_\_\_. *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press. New Haven, 1986.
- MIRANDA, José C. A dinâmica financeira da crise asiática. *Revista Política Externa*, Rio de Janeiro, v. 6, n.4, p. 130-150, 1998.
- \_\_\_\_\_. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.243-275.
- \_\_\_\_\_. Algumas questões de economia internacional contemporânea. *Indicadores FEE*, Porto Alegre, v.23, p. 184-199, 1995 (Câmbio: o dilema da estabilização no México, na Argentina e no Brasil).
- MISHKIN, Frederic S. *Lessons from the Asian Crisis*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1999 (NBER Working Paper n. 7102).
- \_\_\_\_\_. *International capital movements, financial volatility and financial instability*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 1998 (NBER Working Paper, n. 6390).
- \_\_\_\_\_. *Understanding financial crises: a developing country perspective*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1996 (NBER Working Paper n. 5600).
- \_\_\_\_\_. Anatomy of a financial crisis. *Journal of Evolutionary Economics*, n. 2, p.115-130, 1992.
- \_\_\_\_\_. Asymmetric information and financial crises: a historical perspective. In: HUBBARD, Glen (Ed.) *Financial markets and financial crises: a historical perspective*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991, p. 69-107.
- NASSUNO, Marianne. As transformações recentes na estrutura do sistema financeiro alemão e as implicações sobre a política monetária. In: CINTRA, Marco Antônio Macedo; FREITAS, Maria C. P. (Orgs.). *Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado*. São Paulo: FUNDAP/FAPESP, 1998, p.333-394.
- NEFTCI, Salih N. *FX short positions, balance sheets, and financial turbulence: an interpretation of the Asian financial crisis*. New York: New School of Social Research, Center for Economic Policy Analysis. 1998 (Trabalho não publicado).
- OBSTFELD, Maurice. Models of currency crises with self-fulfilling features. *European Economic Review*, n.40, p. 1037-1047, 1996.
- \_\_\_\_\_. The logic of currency crises, *Cahiers Economiques et Monétaires* n. 43. Paris: Banque de France, 1994.
- \_\_\_\_\_. Competitiveness, realignment and speculation: the role of financial markets. In: GIAVAZZI, Francesco, MICOSSI, Stefano; MILLER, Marcus (Eds.) *The European monetary system*. Cambridge, U.K: Cambridge University Press, 1988, p. 232-47.

\_\_\_\_\_. Rational and self-fulfilling balance of payments crises. *American Economic Review*, v. 76, p. 72-81, 1986.

OBSTFELD, Maurice; TAYLOR, Alan M. *Globalization and capital markets*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1996 (NBER Working Papers n. 8846).

OCAMPO, José Antonio. Raúl Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n.75, p.25-40, dec., 2001a.

\_\_\_\_\_. International asymmetries and the design of the international financial system. Santiago, Chile: CEPAL, abr., 2001b (Series temas de coyuntura n.15).

ORLÉAN, André. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Odile Jacob, 1999.

PALOMINO Hasbach, Angel. *Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1997 (Serie Financiamiento del Desarrollo n. 41).

PENATI, Alessandro; PENNACCHI, George. Optimal portfolio choice and the collapse of fixed-exchange rate regime, *Journal of International Economics*, v. 27, pp. 1-24, Aug., 1989.

PLIHON, Dominique. L' économie de fonds propres: un nouveau régime d' accumulation financière. In: CHESNAIS, Francois; PLIHON, Dominique (Eds.) *Le pièges de la finance mondiale*. Paris: Syros, 2000, p. 17-38.

\_\_\_\_\_. *Les taux de change*. Paris: La Découverte, 1999.

\_\_\_\_\_. Desequilibres mondiaux et instabilité financière: les responsabilités des politiques libérales. In: CHESNAIS, F (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996, p. 97-141.

POMERLEANO, Michael. *The East Asian crises and corporate finances: the untold micro story*. Washington, DC: World Bank. 1998.

POLANYI, Karl. *A grande transformação: as origens da nossa época*. 2 ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000 (Tradução do original em inglês: *The great transformation*, 1944).

POSSAS, Mário Luís. *A cheia do "mainstream": comentário sobre os rumos da Ciência Econômica*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1995 (Texto para Discussão n.237).

PRATES, Daniela M, CINTRA; Marcos A. M.; FREITAS, M. Cristina P. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 85-116, 2000.

PRATES, Daniela M. Abertura financeira e vulnerabilidade externa. In: CARNEIRO, Ricardo et al. *Gestão estatal no Brasil: as armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Edições Fundap, 2000, p. 19-69.

\_\_\_\_\_. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*.



1997. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, agosto.

PREBISCH, Raúl. *Economic survey of Latin America*, 1949. New York: United Nations, 1950.

\_\_\_\_\_. *Capitalismo periférico: crisis e transformación*. México: Fondo de Cultura Económica, 1981.

RADELET, S; SACHS, J. *The onset of the East Asian financial crisis*. Cambridge, Mass.: National Bureau on Economic Research, 1998 (NBER Working Paper n. 6680).

RAZÚ, Efraín Caro. *Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 1994. (Serie Financiamiento del Desarrollo, n. 18).

ROJAS-SUAREZ, Liliana; WEISBROD, Steven R. *Financial fragilities in Latin America: the 1989s and 1990s*. Washington DC: International Monetary Fund, 1995 (Occasional Paper n. 132).

\_\_\_\_\_. El logro de la estabilidad en los mercados financieros latinoamericanos frente a la volatilidad de los flujos de capital. In: ROJAS-SUAREZ, Liliana (Ed.) *Como lograr sistemas financieros sólidos y seguros en América Latina*. Washington, D. C: Banco Interamericano de Desarrollo, 1998, p. 63-96 (Parte II).

ROZENWURCEL, Guillermo; BLEGER, Leonardo. El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistémica. *Desarrollo Económico*, vol. 37, n. 146, jul./set., p.163-192.

SACHS, Jeffrey; TORNELL, Aarón; VELASCO, Andrés. The Mexican peso crisis: sudden death or death foretold?, *Journal of International Economics*, n. 41, p. 265-283, Dec., 1996a.

\_\_\_\_\_. The collapse of the Mexican Peso: what we have learned?. *Economic Policy*, v. 22 Apr., p. 15-63, 1996b.

\_\_\_\_\_. Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995. *Brookings Papers on Economic Activity* I, p. 147-215, 1996c.

SALANT, Stephen; HENDERSON, Dale W. Market anticipation of government policy and the price of gold, *Journal of Political Economy*, v. 86, p. 627-48, Aug., 1978.

SAPIR, Jacques. *Les trous noirs de la science économique: essai sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent*. 1. ed. Paris: Albin Michel, 2000.

SCHNEIDER, Martin; TORNELL, Aaron. *Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2000 (NBER Working Paper n. 8060).

SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron *Lending booms and asset price inflation*. 1999. (Trabalho não publicado).

SERFATI, C. Le rôle actif des groupes à dominance industrielle dans la financiarisation de

l'economie. In: CHESNAIS, F (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*, Paris: Syros, 1996, p.143-183.

SHAW, E. S. *Financial deepening in economic development*. New York. Oxford University Press, 1973.

SHIMITT, Bernard. *L'or, le dollar et la monnaie supranational*. Paris: Calmonn-Lévy, 1977.

\_\_\_\_\_. *Théorie unitaire de la monnaie nationale et internationale*. Albeuse: Editions Castella, 1975.

SHOR, J. B. Introduction. In: SHOR, J. B; BANURI, T (Eds.). *Financial openness and national autonomy*, 1. ed. Oxford: Claredon Press, 1992.

SHUMEISTER, Stephan. Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world money, *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 22, n. 3, spring, p. 365-395, 2000.

SINGH, A Growing independently of the world economy: asian economic development since 1980, *UNCTAD Review*, 1994.

SKIDELSKY, Robert. *John Maynard Keynes: fighting for Britain 1937-46*. London: Papermac, 2001 (1.ed. de 2000).

STIGLITZ, Joseph E. *Globalization and its discontents*. 1. ed. New York, London: W.W. Norton, 2002.

\_\_\_\_\_. Using tax policy to curb speculative short-term trading, *Journal of Financial Services Research*, Dec., v. 3 (2-3), p. 1010-115, 1989.

STIGLITZ, J. E. & WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information, *The American Economic Review*, v. 71, n.3, 1981.

STUDART, Rogério. Dollarization: an intellectual fad or a deep insight? *Journal of Post Keynesian Economics*, summer, v. 23, n. 4, p.639-62, 2001a.

\_\_\_\_\_. Integrating uneven partners: the destabilizing effects of financial liberalization and internationalization of Latin American economies: a tribute to Don Raúl Prebisch. In: SEMINÁRIO DESENVOLVIMENTO NO SÉCULO XXI (JORNADA NACIONAL), 2001, Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2001b Disponível em <<http://www.ie.ufrj.br>>.

STRANGE, Susan. *Casino capitalism*. Oxford: Basil Blackwell, 1986.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.27-54.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, L.E. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p. 55-86.

\_\_\_\_\_. As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência. In: Tavares, M.C.; Fiori, J. L.

*Desajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, p.75-126.

TAYLOR, Lance. *Lax public sector, destabilizing private sector*. New York: Center for Economic Analysis, New School for Social Research, 1998 (Working Paper Series III).

TEIXEIRA, Aloísio. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 1-13, dez., 2000.

\_\_\_\_\_. Estados Unidos: a 'curta marcha' para a hegemonia. In: FIORI, José L. (Orgs.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p.155-190.

TITELMAN, D; UTTOFF. Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n. 53, p. 13-24, ago.,1994.

TRIFFIN, Robert. A evolução do sistema monetário internacional: reavaliação, histórica e perspectivas futuras. In: SAVASINI, J.A.A; MALAN, P.S.; BAER, Werner (Orgs.) *Economia Internacional*. São Paulo: Saraiva, 1979 (edição original em inglês, 1964).

TURNER, Philippe. *Capital flows in the 1980's: a survey of major trends*. Basle: Bank for International Settlements, 1991 (BIS Economic Papers n. 44).

UNCTAD. *Trade and development report*. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 1999.

\_\_\_\_\_. *Trade and development report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1998.

\_\_\_\_\_. *Trade and development report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1997.

\_\_\_\_\_. *Trade and development report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1996.

UNITED NATIONS. *Financial sector reforms in selected Asian countries*, United Nations: 1997 (Economic and Social Commission for Asian and the Pacific).

VELASCO, Andrés. Financial crises and balance of payment crises: a simple model of the Southern Cone experience, *Journal of Development Economics*, v. 27, Oct., p.263-83, 1987.

WADE, Robert; VENEROSO, Frank. The Asian crises: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex. *New Left Review*, London, n. 228, p. 3-23, Mar./Apr., 1998.

WILLMAN, Alpo. The collapse of exchange rate regime with sticky wages and imperfect substitutability between domestic and foreign bonds. *European Economic Review*, v. 32, Nov., p. 1817-38, 1988.

WYPLOSZ, Charles. Globalized financial markets and financial crises. In: CONFERENCE ON COPING WITH FINANCIAL CRISES IN DEVELOPING AND TRANSITION COUNTRIES, Amsterdam, March, 1998.

\_\_\_\_\_. Capital controls and balance of payments crises, *Journal of International Money and*

*Finance*, v. 5, p. 167-79, Jun., 1986.

WOLFSON, Martin. Neoliberalism and international financial instability. *Review of Radical Political Economics*, v. 32 (3), p. 369-378, fall, 2000.

WORLD BANK. *Global development finance*. Washington: World Bank, 2001.

ZYSMAN, J. Government, markets and growth: financial systems and politics of industrial change. Ithaca: Cornell University Press, 1983.

## Obras consultadas

- ANDRADE, Joaquim Pinto de; SILVA, Maria Luiza Falcão. Divergências e convergências sobre as crises cambiais. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999, p. 306-327.
- BELLUZZO, Luiz G. Mello; ALMEIDA, J. S.G. Enriquecimento e produção: Keynes e a dupla natureza do capitalismo. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999, p. 247-257.
- BHONGMAKAPAT, Teerana. *Managing the thai crisis: asset bubbles, globalization and macroeconomic policy*, Faculty of Economics, Chulalongkorn University, 1998. (Trabalho não publicado).
- BOYER, Robert. *La théorie de la régulation: une analyse critique*. Paris: La Découverte.
- BUNGARTEN, Pia. The crisis of thailand and the international monetary fund. *International Politik und Gesellschaft – International Politics and Society*, v. 3, p. 253-263, 1999.
- CALVO, G. A; C. M. REINHART. *Fear of floating*. National Bureau of Economic Research, Cambridge, nov., 2000 (NBER Working Paper n. 7993).
- CANUTO, Otaviano; LAPLANE, Mariano. Especulação e instabilidade na globalização. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, p.31-60, 1995.
- CAPRIO, Gerard Jr. *Banking on crises: expensive lessons from recent financial crises*, The World Bank, Development Research Group, Jun., 1998.
- GARCÍA-HERRERO, Alicia. *Banking crises in Latin America: lessons from Argentina, Paraguay and Venezuela* (IMF Working Paper n. 140), 1997.
- COUTINHO, Luciano. Coréia do Sul e Brasil: paralelos, sucesso e desastres. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p. 351-379.
- DAVIDSON, Paul. Volatility financial markets and the speculator, paper to be presented as the Economic Issues Lecture to the Royal Economic Society Annual, Warwick, England, 1998.
- \_\_\_\_\_. *International money and the real world*. Londres: MacMillan, 1982.
- EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K.; WYPLOSZ, C. Contagious currency crises: first tests. *Scandinavian Journal of Economics* v. 98, n. 4, p. 463-484, 1998.
- EL-ERIAN. M. A. Restoration of access to voluntary capital market financing, *Staff Papers*, Washington D.C, Mar., 1992.



- FANELLI, J. M.; FRENKEL, R. Gradualisme, traitement de choc et periodisation. *Revue Tiers Monde*, Paris, t. XXXV, n.139, 1994.
- FISCHER, Klaus P.; CHÉNARD, Martin. *Financial liberalization cause banking system fragility*, Facultés de Sciences de l'administration, Université Laval, 1997 (Working Paper n° 97-14).
- GRIFFITH-JONES, S.; PTAFENZELLER, S. *The east asian currency crisis: a survey of the debate on its causes and possible solutions*, draft version, Jun., 1998 (Trabalho não publicado).
- GUTTMANN, R. Monnaie et crédit dans la théorie de la regulation. In: BOYER, Robert;
- HAUSMANN, Ricardo & REISEN, Helmut. *Hacia la estabilidad y el crecimiento en América Latina: cuestiones políticas y perspectivas de las economías vulnerables*. Paris: OCDE, 1996.
- HERMAN, Barry (Ed.) *Global financial turmoil and reform: a United Nations Perspective*. New York: United Nations University Press, 1999.
- HERMAN, Barry & SHARMA, Krishnan (Eds.) *International finance and developing countries in a year of crisis*. New York: United Nations University Press, 1998.
- KRUGMAN, Paul. Tulipas holandesas e mercados emergentes. *Revista de Política Externa*. São Paulo, v.4, n. 2, p. 80-93, set.,1995.
- NOLAND, M. Reestructuring Korea's financial sector for greater competitiveness, Washington D.C.: Institute for International Economics, 1996 (APEC Working Paper 96-14).
- PIEGAY, Pierre. The new and post keynesian analyses of bank behavior: consensus and disagreement, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 22, n.2, p. 265-282, 1999.
- PLIHON, Dominique; MIOTTI, L. *Liberalisation financière, speculation et crises bancaires*. In: COLOQUES CONVERGENCE DES SYSTÈMES FINANCIERS ET DYNAMIQUE FINANCE-INDUSTRIA, Paris, Université Paris-Nord, 1999 (Trabalho não publicado).
- RODRIK, Dani. Can integration into the world economy substitute for a development strategy? Harvard University, May, 2000 (Trabalho não publicado).
- ROZENWURCEL, G.; FERNÁNDEZ, R. El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: el caso argentino. In: FRENKEL, R (Ed.) *El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación*, Buenos Aires: Red de Centros de Investigación Económica Aplicada, 1994.
- SAILLARD, Ives. *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte, 1995.
- SALAMA, Pierre. Amérique Latine et Asie: une même logique de crise, mais des responsabilités nationales spécifiques. In: CHESNAIS, François; PLIHON, Dominique (eds) *Le pièges de la finance mondiale*. Paris: Syros, 2000, p. 140-156.
- SAVASTANO, Miguel A. *Dolarization in Latin America: recent evidence and some policy issues*. Washington D. C.: International Monetary Fund, January, 1996 (IMF Working Paper).

SKILES, M. *Stabilization and financial sector reform in Mexico*. New York: Federal Reserve Bank of New York, 1991 (Research Papers n. 9).

STIGLITZ, Joseph E. What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation, *remarks at the conference Global Financial Crises: implications for banking regulation*, Federal Reserve Bank of Chicago, May, The World Bank Group, 1999.

\_\_\_\_\_. *Must financial crises be this frequent and this painful?* Pittsburgh, Pennsylvania, Sep., World Bank Group, 1998.

STUDART, Rogério. Políticas financieras y crecimiento en el contexto del desarrollo: lecciones derivadas de América Latina y del sudeste asiático en los años ochenta. *Investigación Económica*, v. LVII: 224, p. 15-42, abr./jun, 1998.

\_\_\_\_\_. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 18, n.2, p. 269-292, 1995.

\_\_\_\_\_. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.13, n.1, p.101-118., 1993.