

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**LUCAS SILVA DA ROSA**

**CRISE E CONTÁGIO: A CRISE ASIÁTICA DE 1997/1998 IMPACTOU A  
ECONOMIA BRASILEIRA?**

**Porto Alegre**

**2014**

**LUCAS SILVA DA ROSA**

**CRISE E CONTÁGIO: A CRISE ASIÁTICA DE 1997/1998 IMPACTOU A  
ECONOMIA BRASILEIRA?**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

**Porto Alegre**

**2014**

**LUCAS SILVA DA ROSA**

**CRISE E CONTÁGIO: A CRISE ASIÁTICA DE 1997/1998 IMPACTOU A  
ECONOMIA BRASILEIRA?**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 03 de dezembro de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

---

Prof. Dr. André Moreira Cunha  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Aos meus pais, Luis Fernando Machado da Rosa e Lucia de Fátima Silva da rosa, pelo apoio incondicional.

## **AGRADECIMENTOS**

Essa conquista é integralmente dos meus pais, Luis Fernando Machado da Rosa e Lucia de Fátima Silva da Rosa, pois sem a ajuda deles a conclusão desse curso não seria possível.

Ao meu orientador Marcelo Milan, cuja ajuda e orientação na faculdade e no trabalho foram fundamentais. Agradeço aos comentários e críticas da banca examinadora. Eventuais erros remanescentes são de minha inteira responsabilidade.

## RESUMO

Este trabalho tem como objetivo principal investigar se houve contágio da crise asiática de 1997/1998 na economia brasileira. Para tanto, o trabalho discorre sobre a origem e o desdobramento da crise na Ásia. Além disso, são analisadas de formas mais amplas as causas das crises financeiras de natureza cambial e como podem afetar outras economias em um contexto de globalização. Por fim, são apresentados dados sobre o Brasil para o período com relação à taxa de câmbio, balança comercial, transações correntes, fluxos de capitais, taxas de juros de curto prazo e reservas internacionais.

**Palavras-chave:** Crise asiática. Crise cambial. Contágio. Economia brasileira.

## **ABSTRACT**

This work aims to investigate whether the Asian crisis of 1997/1998 affected the Brazilian economy. To this end, the work discusses the origins and the unfolding of the crisis in Asia. Furthermore, it analyzes in a more general way the causes of the financial crisis related to exchange rates. Finally, it provides data on Brazil for the period considering exchange rate, trade balance, current account, capital flows, short-term rates and international reserves, trying to assess possible impacts of the crisis on the Brazilian economy.

**Keywords:** Asiatica Crisis. Currency Crisis. Contagion. Brazilian Economy.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – A taxa de inflação mediana: Média de 5 anos de intervalos para todos os países, 1500 – 2007.....	18
Figura 2 – Crises cambiais: A parcela de países com taxas de depreciação anual maiores que 15 por cento, 1800 – 2007.....	20
Figura 3 – Depreciação mediana anual: Média de intervalo de cinco anos para todos os países, 1800 – 2007.....	20



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Ibovespa – Índice mensal – pontos - (jan/1996-dez/1999).....	40
Gráfico 2 - Conta financeira (líquido) – mensal – US\$ (milhões) - (jan/1996-jan/1998).....	41
Gráfico 3 - Taxa SELIC (% ao ano).....	42
Gráfico 4 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - Total – mensal – US\$ (milhões) - (dez/1996-dez/1998).....	43
Gráfico 5 - Taxa de câmbio - Livre – R\$ por US\$ (venda) – diário - (jan/1996-jan/1998).....	44
Gráfico 6 - Produto Interno Bruto - Taxa de variação real no ano – (jan/1995-dez/1999).....	45
Gráfico 7 - Transações correntes (saldo) – mensal – US\$ (milhões) - (jan/1995-dez/1998)....	46
Gráfico 8 - Dívida Líquida do Setor Público - Saldos em u.m.c. milhões – Governo Federal e Banco Central - (jan/1995-out/1999).....	47

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>CRISES CAMBIAIS: TEORIA E HISTÓRIA.....</b>	<b>12</b>
2.1	OS MODELOS CONVENCIONAIS DE CRISE CAMBIAL.....	12
2.2	CRISES CAMBIAIS E CRISES INFLACIONÁRIAS.....	17
2.2.1	As Crises de Inflação no Longo Prazo.....	18
2.2.2	Crises Inflacionárias: Diferenças Regionais.....	19
2.2.3	Crises Cambiais na História.....	19
2.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	21
<b>3</b>	<b>A CRISE ASIÁTICA.....</b>	<b>22</b>
3.1	RESUMO.....	22
3.1.1	A Crise Cambial e Financeira Asiática.....	24
3.1.2	Risco Moral e Pânico Financeiro.....	31
3.2	UMA OUTRA EXPLICAÇÃO PARA A CRISE ASIÁTICA.....	35
3.3	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	38
<b>4</b>	<b>OS IMPACTOS DA CRISE ASIÁTICA NO BRASIL.....</b>	<b>39</b>
4.1	CANAIS FINANCEIROS.....	39
4.2	CANAIS COMERCIAIS.....	45
4.3	CONJUNTURA INTERNA.....	47
4.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>52</b>
	<b>APÊNDICE A - BIBLIOGRAFIA CONSULTADA.....</b>	<b>54</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A crise financeira e cambial que eclodiu nos mercados emergentes do Leste Asiático de 1997-98 surpreendeu o mundo não somente pela sua rápida propagação global, mas também por ocorrer em países que, anteriormente, foram apresentados como exemplos pela capacidade de crescer rapidamente e sustentavelmente (CANUTO, 2000).

Devido ao abandono do regime de câmbio fixo da Tailândia, a região do Pacífico Asiático foi abalada por uma grave crise de confiança que acarretou também no abandono na defesa das moedas nas Filipinas, Malásia e Indonésia. Isso foi resultado de uma expressiva saída de capital e da diminuição das reservas internacionais, à medida que os agentes econômicos se desfaziam dos ativos que possuíam e os convertiam em divisas. Os desinvestimentos em carteira e a contração do crédito interno e externo contribuíram para o desenvolvimento da crise. Como resultado, essa crise de confiança atravessou fronteiras e tomou propensões globais atingindo outros mercados emergentes (CANUTO, 2000).

Como consequência desses acontecimentos, o Brasil que passava por um processo de consolidação do seu plano de estabilização econômica, se deparou com uma fuga de capitais, criando pressões no seu quadro financeiro e econômico. Outros possíveis impactos negativos do contágio necessitam de pesquisa adicional. A importância de se entender os possíveis impactos da crise asiática sobre a economia brasileira justifica, portanto, este trabalho.

O trabalho tem como objetivo central investigar como a crise asiática por meio do seu contágio e propagação internacional, pode ter afetado a economia brasileira. Para tanto, são estudadas as causas das crises financeiras de tipo cambial, e em particular a crise asiática, para entender como ocorre o contágio em economias fragilizadas.

Os objetivos específicos são entender as crises financeiras de natureza cambial e a crise Asiática em particular, além de apresentar dados estatísticos descritivos sobre a economia brasileira.

Dentre as interpretações existentes sobre a crise asiática e seu contágio internacional, o trabalho enfatiza a existência de um pânico financeiro que ocorreu inicialmente, na região do Leste da Ásia depois do abandono do regime de câmbio fixo pela Tailândia como mais promissor sobre os possíveis impactos a economia brasileira. Esse pânico financeiro, que provocou uma forte fuga de capitais nos mercados emergentes da Ásia, atingiu rapidamente o Brasil por meio de fluxos de capitais financeiros. Devido ao seu modelo de estabilização econômica, o Brasil, que necessitava de capital especulativo, sofreu principalmente uma

expressiva saída de capitais. Neste contexto, em meio ao desmembramento da crise no Pacífico Asiático, o governo brasileiro teve que aumentar as taxas de juros para atrair capital externo, potencialmente comprometendo suas reservas externas para sustentar sua taxa de câmbio. Ficam claros os possíveis impactos negativos da crise no Brasil, mas é preciso investigar em que medida esta explanação na pode ser rejeitada.

Para alcançar os objetivos traçados, o trabalho efetua uma revisão da literatura sobre os modelos convencionais de crise cambial e sobre a crise asiática. A teoria serve para a compreensão da evolução e das modificações das crises cambiais e o caso da crise asiática como forma de experiência concreta de crise cambial. O trabalho foca também nas evidências empíricas da crise asiática e como ocorre seus possíveis impactos sobre a economia brasileira. Para tanto, gráficos e tabelas sobre variáveis macroeconômicas descritivas são usadas para ilustrar como esses acontecimentos na Ásia possivelmente impactaram no Brasil.

O trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo apresenta os modelos convencionais de crise cambial. Para tanto, efetua-se uma descrição dos três modelos ortodoxos de crise cambial e uma visão crítica em relação aos mesmos. Este capítulo mostra da mesma forma que colapsos nas taxas de câmbio estão relacionados com altos índices de inflação, o que tem particular interesse para o caso do Brasil. O segundo capítulo consiste em entender como se originou a crise asiática, ou seja, quais fatores econômico-financeiros que ocorreram na Ásia acabaram provocando uma crise global e abalaram o sistema monetário e financeiro internacional. Por fim, o terceiro capítulo dedica-se a analisar como o Brasil se comportou perante a turbulência asiática. É verificado como o governo atuou concomitantemente e qual foi o comportamento dos fundamentos macroeconômicos no período da crise, tentando identificar possíveis canais de contágio.

## 2 CRISES CAMBIAIS: TEORIA E HISTÓRIA

Esse capítulo discute as principais explicações ortodoxas para a ocorrência de crises cambiais como a que atingiu o Leste Asiático. Tradicionalmente, a teoria econômica convencional explicava os casos de crises cambiais nos países em desenvolvimento como resultado da inconsistência nos fundamentos econômicos (modelos de primeira geração). O entendimento de que os agentes econômicos são racionais e os mercados são eficientes, justificavam essa percepção. No entanto, a maior instabilidade financeira desde o início dos anos 90 tem levado à utilização de argumentos e hipóteses que tornam menos rígidos os pressupostos usuais dos modelos convencionais (CUNHA; PRATES, 2001).

A crise asiática questionou o poder de explicação dos modelos convencionais de crises cambiais e assinalou um segundo momento de inflexão na literatura convencional sobre crises financeiras nos mercados emergentes. Esta crise, que se originou em países com bons fundamentos fiscais e monetários, não teria como ser explicada pelos modelos de primeira geração. Da mesma forma, as autoridades monetárias do sudeste asiático não tinham problemas de inconsistência política, isto é, incompatibilidade entre uma taxa de câmbio fixa e os fundamentos macroeconômicos como nos modelos de segunda geração, isto é, elevado nível de desemprego e alto déficit público de curto prazo. Ao contrário, a região do Pacífico Asiático era elogiada pela excepcional capacidade de associar fundamentos macroeconômicos consistentes com um acentuado crescimento, por mais de duas décadas (PRATES, 2005).

A partir disso, é preciso examinar a evolução da teoria econômica das crises cambiais, começando com as análises convencionais contidas nos modelos de crises cambiais e, em seguida, apresentar as críticas feitas a esses modelos. É esse o objetivo deste capítulo.

### 2.1 OS MODELOS CONVENCIONAIS DE CRISE CAMBIAL<sup>1</sup>

Segundo Alves Júnior et al. (2004), é possível identificar três modelos de crise cambial:

De acordo com Krugman (1997), a teoria convencional de crise cambial pode ser dividida em dois tipos de modelos: os modelos canônicos de crise cambial e os modelos de segunda geração. Em um trabalho mais recente, Krugman (1998) adiciona uma outra interpretação sobre crises cambiais, com vistas ao entendimento

---

<sup>1</sup> Esta seção se baseia fundamentalmente em Alves Júnior et al. (2004).

da crise asiática, ou seja, os modelos de terceira geração, que podem, na realidade, ser referidos de forma mais apropriada como modelos de crise financeira (ALVES JÚNIOR, ET AL., 2004, p. 376).

Krugman (1979) e Flood e Garber (1984) citados por Alves Júnior et al. (2004), introduziram, dentre tantos outros modelos canônicos, a primeira geração dos modelos de crise cambial. Segundo estes modelos, a ocorrência de crise cambial, tendo como pressuposto a perfeita mobilidade de capitais, é resultante da ausência de bons fundamentos da política econômica, isto é, financiamento de déficits fiscais via emissão de papel moeda, juntamente com taxas fixas de câmbio, e que o governo dispõe de uma escassa disponibilidade de reservas para sustentar esse câmbio fixo. A expansão da base monetária com o objetivo de financiar a dívida pública causa o encarecimento do preço sombra da divisa, tendo como externalidade uma diminuição progressiva e uniforme das reservas internacionais. Dessa forma, quando ocorre a apreciação do preço sombra em relação à taxa de câmbio defendida pelas autoridades, o ataque ao estoque de reservas cambiais é instantâneo. De uma maneira mais específica, a razão da crise externa consiste na falta de equilíbrio do setor público. Isto é, o fato de monetizar um déficit fiscal constante, acarreta, inevitavelmente, um ataque especulativo e uma fuga de capitais, demonstrando a inconsistência em relação à política cambial e a tentativa dos agentes econômicos em se adiantarem à fatal deterioração no câmbio, apressando, desse jeito, a crise no balanço de pagamentos e a desvalorização do câmbio<sup>2</sup>. Sendo assim, nos modelos de primeira geração se faz necessária e suficiente a deterioração dos fundamentos para ocorrer um ataque especulativo (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

Essa abordagem inicial foi abandonada em favor de modelos mais realistas. “Os modelos de crise cambial de segunda geração – desenvolvidos, por exemplo, por Obstfeld (1994; 1996) – são mais sofisticados do que os modelos canônicos, resultando da mistura destes com o enfoque de jogos de custo/benefício, ao estilo de Barro & Gordon (1983).” (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004, p. 377). Segundo estes modelos de segunda geração, o governo escolhe proteger ou não a taxa de câmbio, tendo como conflito, um *trade-off* entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de política econômica no longo prazo. As autoridades econômicas necessitam de uma boa justificativa para a decisão de defender ou abandonar sua taxa de câmbio. O motivo pelo qual os *policy makers* responsáveis

---

<sup>2</sup> A principal crítica que se faz a esses modelos é que eles representam a política do governo de forma bastante mecânica, na medida em que o papel do Banco Central no modelo é passivo. Por exemplo, o Banco Central não faz uso de uma variedade de instrumentos disponíveis que não seja a intervenção no mercado cambial para defender a taxa de câmbio (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004, p. 377).

por coordenar a política econômica resolver depreciar a taxa de câmbio pode estar relacionado, por exemplo, ao crescimento do desemprego causado pela inflexibilidade para baixo na taxa de salário nominal. No entanto quando o governo passa a ter como prioridade a defesa do regime de câmbio fixo, é porque essa medida é importante, no que tange tanto ao comércio internacional e aos investimentos, quanto ao controle da oscilação de preços. Isso se deve ao fato de o país ter um histórico inflacionário crônico.

Desta forma, o mercado financeiro provoca a escolha entre a sustentação da taxa de câmbio fixa (inflação baixa com desemprego elevado) ou a desvalorização da taxa de câmbio (aumento de inflação e desemprego baixo). Os agentes imaginam a possibilidade de haver uma conjuntura em que possa ocorrer uma valorização ou não do câmbio, e por isso os mesmos fazem suas opções por *sunspots*<sup>3</sup> isto é, “[...] eventos circunstancias que podem gerar a mudança do regime independente do fundamento – que determinam o comportamento dos agentes ao afetarem suas expectativas de desvalorização” (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004, p. 378). Logo, a alteração do regime cambial se apresentaria como uma profecia auto-realizável. Em resumo, nos modelos de segunda geração a deterioração dos fundamentos é uma condição necessária, contudo, não suficiente para acarretar em um ataque especulativo; a condição suficiente é a existência de *sunspots* (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

Portanto, o raciocínio desse modelo de crise cambial está associado ao fato que defender a paridade da taxa de câmbio é extremamente custoso, ou seja, a escolha do tipo de política cambial requer a elevação da taxa de juros porque o mercado acredita que essa manobra de defesa não terá êxito. Por isso, “se o *trade-off* entre o custo de manter a paridade da moeda e o custo de abandoná-la é previsível, então os especuladores tentam antecipar-se à desvalorização, o que acaba piorando o *trade-off* e, provavelmente, conduzindo a economia para uma desvalorização, antes mesmo que os fundamentos apareçam para fazê-la necessária” (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004, p. 378-379). Deste modo, a crise cambial é resultado de uma divergência entre metas domésticas e a sustentação de uma taxa de câmbio fixa, podendo se tornar inevitável um eventual colapso da moeda (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

A segunda geração deu lugar à terceira geração nos anos de 1990. De acordo com a terceira geração dos modelos de crise cambial elaborados por Krugman (1998), Calvo e Mendonça (1996) citados por Alves Júnior et al. (2004, p. 379), a crise cambial está intrinsecamente ligada à uma crise geral da economia, ou seja, há o reconhecimento que as

---

<sup>3</sup> Tradução literal de *sunspots*: manchas solares

crises cambiais são um dos sintomas das crises financeiras<sup>4</sup>. De uma forma melhor estruturada, o nascimento da crise externa está relacionado à conduta dos bancos e instituições financeiras, em um contexto que consiste na desregulamentação do sistema financeiro e de fortes garantias do governo para os empréstimos que as instituições financeiras concedem ao setor privado. Por isso, em um cenário de ausência de regulamentação e as autoridades monetárias garantindo a solvência e a credibilidade das instituições financeiras, permite-se justificar a má alocação dos recursos, isto é, os “empréstimos ruins” realizados pelos bancos. Conforme, Alves Júnior et al. (2004, p. 379- 380):

[...] A lógica da análise é a seguinte: o excesso de liquidez no mercado financeiro faz com que os preços dos ativos sejam elevados artificialmente; com o passar do tempo, contudo, os preços dos ativos tendem a cair, uma vez que o retorno esperado dos mesmos é muito baixo; por fim, a crescente fragilidade do sistema bancário, resultante da deterioração dos créditos bancários, acaba conduzindo a um ataque especulativo, devido ao fato de que o aumento da oferta de moeda valida a corrida especulativa contra a moeda doméstica, causando um pânico financeiro que gera, assim, uma perda de reservas internacionais.

Com isso, independente das inúmeras argumentações que possam surgir sobre a natureza das crises cambiais, o ponto chave a ser destacado é que segundo a teoria convencional, esta ocorre devido a uma profecia auto-realizável, causada por efeitos negativos (pessimismo) que é confirmado pelos agentes. De acordo com Alves Júnior et al. (2004, p. 380):

[...] a crise cambial é essencialmente um resultado de políticas econômicas inconsistentes com a manutenção, no longo prazo, de uma taxa de câmbio fixa. Neste sentido, quando os fundamentos, tais como o nível de reservas cambiais, a situação fiscal do governo e a fragilidade financeira do país, são suficientemente fracos, o país é potencialmente vulnerável a um ataque especulativo.

A partir dessa breve exposição, podemos realizar uma crítica aos modelos convencionais de crise cambial. A atividade especulativa é explicada, segundo a teoria ortodoxa, por suposições *ad hoc*. Os especuladores apenas conseguem sobreviver caso existam ondas de irracionalidade ou problemas informacionais, isto é, pela atuação de *noise traders* nos mercados financeiros, que são atributos de mercados “atrasados”. O problema de se estabelecer suposições *ad hoc* é que elas dão à formulação dos modelos, uma ampla

---

<sup>4</sup> Segundo Krugman (1998), a crise asiática não pode ser explicada nem pelos modelos de primeira geração nem pelos de segunda geração, pois não havia nos países em crise uma deterioração nos fundamentos econômicos – tais como déficits públicos persistentes- ou ainda algum incentivo para abandonar a taxa de câmbio fixa, de modo a perseguir uma política monetária mais expansionista, mas, sim, a existência de uma crise financeira que precedeu a crise cambial. Paula e Alves Jr. (1999: seção 5) sustentam que os ataques especulativos sofridos pelo Brasil no período aproximam-se mais dos modelos de primeira geração em combinação com os efeitos de uma crise de contágio.



liberdade, que causa uma contradição no interior da estrutura de um modelo de equilíbrio geral (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

Apesar disso, a atividade especulativa apenas acontece no curto prazo pela ação dos *noise traders*, e a participação de investidores racionais e bem informados induzem o mercado a uma propensão ao equilíbrio no longo prazo. A especulação, de acordo com Stiglitz (1989: 103) citado por Alves Júnior et al. (2004, p. 380) “afeta a divisão da torta, mas não o seu tamanho”. Portanto, esse conceito é derivado da existência de uma espécie de axioma de neutralidade da ação especulativa, pelo fato, de, pelo menos no longo prazo, o tamanho da torta ser determinado pelos fundamentos de mercado. Então, com essas afirmações, pode-se resumir a visão convencional a respeito de especulação: “a especulação, atividade essencialmente de curto prazo, não tem efeitos reais e permanentes no equilíbrio de longo prazo da economia” (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004, p. 381).

Uma vez que, a teoria convencional supõe, a princípio, que os mercados cambiais são eficientes, um ataque especulativo apenas acontece se houver um sinal de fundamento real de mercado, que esta geralmente alinhado a uma deterioração presente ou previsível nos fundamentos econômicos, tendo como exemplo a ausência de consistência ou divergência entre políticas domésticas e a política cambial vigente. Esses modelos, do mesmo modo, explicam crises cambiais que não são caracterizadas pelos fundamentos, mas sim, originadas por expectativas racionais auto-realizadas ou por comportamento irracional de “rebanho”, que se justifica quando um volume de venda, qualquer que seja o seu motivo, cresce através de pura imitação. Neste contexto, o ponto central a salientar é que os modelos convencionais de crises cambiais têm extrema dificuldade em encontrar argumentações consistentes para as crises cambiais que não sejam determinadas por fundamentos de mercado (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

Em um mundo ergódico<sup>5</sup>, no qual os fundamentos de mercado definem as probabilidades condicionais de resultados futuros, a atividade especulativa nos mercados financeiros e cambiais, tem, como explicação, a atuação irracional de “insensatos *noise traders*”. Em segundo lugar, Krugman (1997) citado por Alves Júnior et al. (2004, p. 381), por exemplo, recorre aos microfundamentos que tornam os mercados ineficientes para justificar a existência de comportamento de “rebanho” ou a probabilidade de crises auto-realizadas. Esses microfundamentos são o acesso à informação privilegiada pelos investidores, originando informação assimétrica no mercado cambial e, também, os fundos de

---

<sup>5</sup> Processo ergódico é o processo no qual o valor esperado da distribuição de probabilidade de uma variável pode ser sempre estimado a partir de suas observações passadas (FERRARI FILHO; CONCEIÇÃO, 2001).

investimento administrados por agentes profissionais e não diretamente por seus titulares. Além de recorrer, periodicamente, a microfundações para a explanação de crises “irracionais”, a teoria convencional está constantemente buscando encontrar uma explicação “*ex post*” para cada crise cambial que se origina. Diante de uma nova crise, um novo modelo é criado, sendo ele desenvolvido de uma forma melhor elaborada<sup>6</sup> (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004).

Modelos alternativos de crises cambiais não são discutidos neste trabalho. Em particular, cabe notar a inexistência do problema do contágio internacional das crises cambiais nos modelos convencionais, já que a crise cambial tem origem nacional e fica contida no âmbito nacional. A próxima seção apresenta algumas evidências empíricas sobre crises cambiais e suas consequências, permitindo articular a crise cambial com as repercussões na economia brasileira.

## 2.2 CRISES CAMBIAIS E CRISES INFLACIONÁRIAS

Depois da discussão teórica, nesta parte do trabalho é abordada empiricamente a relação entre níveis elevados de inflação e colapsos na taxa de câmbio, ilustrando uma das consequências das crises cambiais que é particularmente importante com respeito ao Brasil, já que a crise asiática acontece durante um processo de desinflação no país. Para tanto, é percorrido um rápido passeio histórico acerca da inflação e das taxas de câmbio para diversos países. De acordo com Reinhart e Rogoff (2009), em uma explicação que remete aos modelos de primeira geração, crises na taxa de câmbio estão fortemente correlacionados com episódios de alta inflação, e ambos resultam de deterioração nos fundamentos. “Na maioria dos casos, a alta inflação e o colapso das taxas de câmbio resultam de abuso do governo na emissão de moeda” (REINHART; ROGOFF, 2009 p. 180).

Reinhart e Rogoff (2009 p. 189) igualmente afirmam que “as crises de inflação e as crises na taxa de câmbio viajam de mão em mão na maioria dos episódios ao longo do tempo e dos países (com uma conexão mais próxima em países sujeitos à inflação crônica, onde o repasse de taxas de câmbio para preços é maior)”. Essa conexão é relevante para o Brasil na medida em que o contágio da crise asiática possa afetar a taxa de câmbio e prejudicar o processo de estabilização dos preços. Por fim, Reinhart e Rogoff (2009) argumentam que a

---

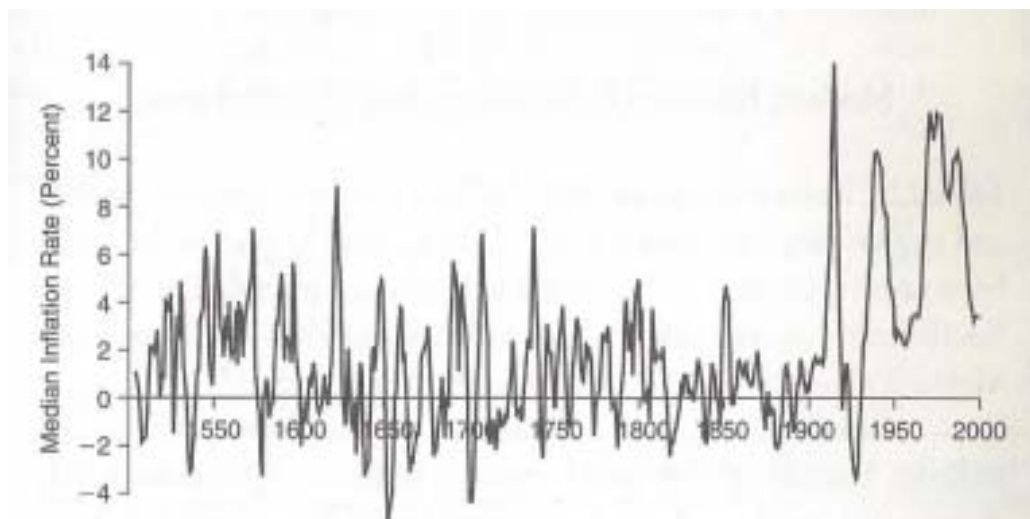
<sup>6</sup> A dificuldade de construção de um modelo geral de crise cambial no mainstream é enfatizada por Krugman (1997), que sugere que o modo mais eficaz de enfrentar o problema das crises cambiais e dos ataques especulativos é através de modelos particulares, aplicados a casos específicos.

alta inflação também gera outras consequências adversas e persistentes na economia, além das crises bancárias. Portanto, as crises cambiais têm um interesse que vai além dos modelos teóricos e torna-se pertinente examinar esse contexto devido o histórico inflacionário crônico que Brasil atravessou na década de 80 e 90.

### 2.2.1 As Crises de Inflação no Longo Prazo

A figura 1 ilustra a taxa de inflação mediana para todos os países da amostra dos autores de 1500 a 2007 (foi utilizada uma média móvel de cinco anos para suavizar o ciclo e medidas de erros). A figura mostra um claro viés inflacionário através da história, embora seja claro que períodos de deflação igualmente aconteceram até 1945. No entanto, a partir da metade do século XX, a inflação dispara radicalmente (REINHART; ROGOFF, 2009).

Figura 1 - A taxa de inflação mediana: Média de 5 anos de intervalos para todos os países, 1500 – 2007



Fonte: Reinhart e Rogoff (2009, p. 181).

É importante destacar que países tanto na Ásia quanto na Europa atravessaram um período significativo com inflação acima de vinte por cento ao ano, tendo também a maioria experimentado um período com inflação acima de quarenta por cento anual. Do mesmo modo, as colônias do Novo Mundo na América Latina tiveram crises frequentes de alta inflação muito antes de suas guerras de independência da Espanha (REINHART; ROGOFF, 2009). Obviamente, a inflação pode ter outras causas, como sugere a experiência brasileira. Mas a

taxa de câmbio parece ser uma variável chave para compreender a dinâmica inflacionária segundo os autores.

### **2.2.2 Crises Inflacionárias: Diferenças Regionais**

Cabe notar que, enquanto no agregado a inflação parece ser uma constante no período pós-II Guerra, a experiência varia no tempo e no espaço. De acordo com Reinhart e Rogoff (2009), países da Europa, América Latina e da América do Norte conviveram com altas taxas de inflação de 1800 até 2008. As experiências europeias incluem as grandes hiperinflações do pós-guerra. Porém, mesmo deixando-as de lado, países como Polônia, Rússia e Turquia tiveram que conviver com altas taxas inflacionárias durante um extenso período de tempo. Até mesmo os países escandinavos tiveram problemas de alta inflação, tanto em eras anteriores como em tempos modernos.

Segundo os autores, a Noruega, por exemplo, teve uma taxa de inflação de 152 por cento em 1812, a Dinamarca de 48 por cento em 1800 e a Suécia de 36 por cento em 1918. Por outro lado, o histórico de inflação do Pós -II Guerra na América Latina é muito conhecido, com muitos episódios de hiperinflação entre as décadas de 1980 e 1990. Entretanto, quando analisamos a América Latina de uma perspectiva mais ampla em termos de países e história, as taxas inflacionárias parecem ser menos singulares. O mesmo vale para o Brasil.

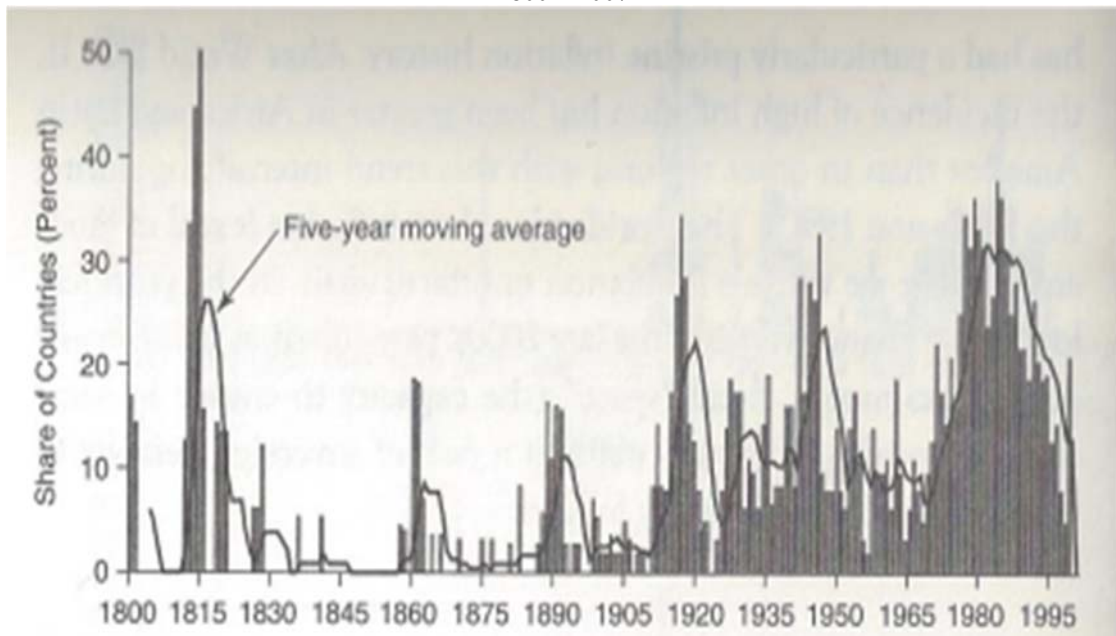
Em relação aos países da América, Canadá e os Estados Unidos tiveram um período de inflação acima de 20 por cento ao ano. Apesar de a inflação anual nos Estados Unidos não ter mais atingido números acima de dois dígitos depois do século XVIII, ela atingiu 24 por cento em 1864, durante a Guerra Civil. O Canadá passou por uma inflação de quase 24 por cento em 1917. Por fim, depois da II Guerra Mundial, a incidência de alta inflação foi muito forte na América Latina, em comparação com Europa e América do norte, com esta tendência se intensificando durante as décadas de 1980 e 1990 (REINHART; ROGOFF, 2009).

### **2.2.3 Crises Cambiais na História**

De acordo com Reinhart e Rogoff (2009), quando observamos o comportamento da taxa de câmbio, podemos ver que a evidência mais surpreendente vem das Guerras Napoleônicas, que no seu decorrer gerou uma forte instabilidade na taxa de câmbio, atingindo

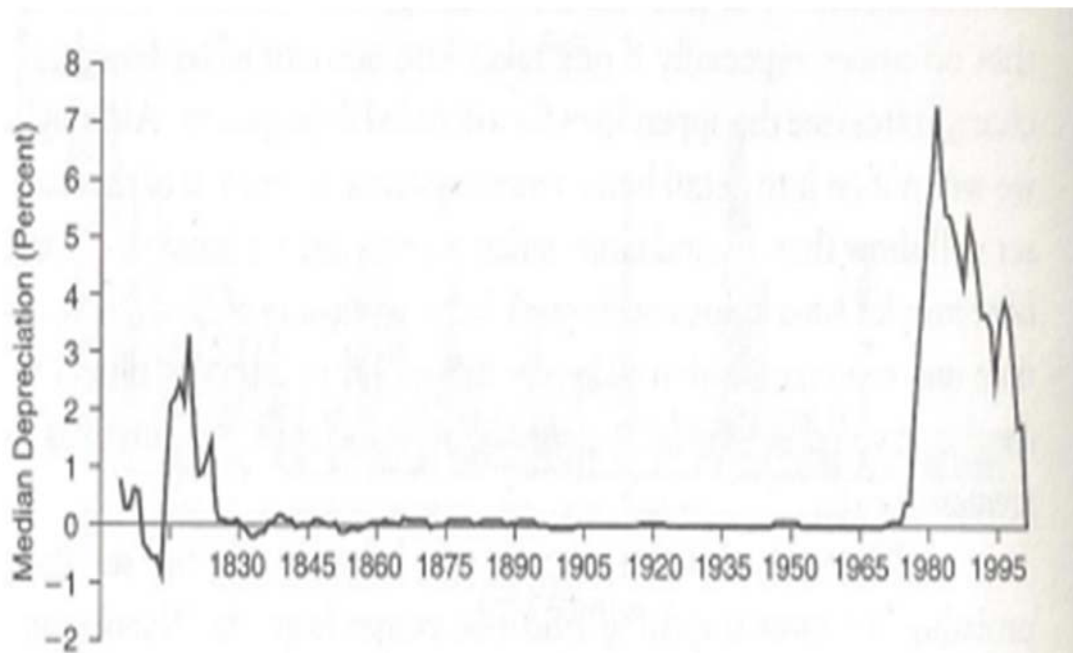
um nível nunca visto antes e que não seria visto novamente por quase cem anos. Isto é ilustrado nas figuras 2 e 3, com a representação da incidência mencionada do pico da depreciação cambial e depois mostrando a inflação média. As figuras também mostram uma significativa incidência de crises e maiores mudanças na média no período mais recente, na qual o regime de câmbio flutuante é generalizado. Desta forma, não causa surpresa a eclosão de crises cambiais no México (1994), Ásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999), Argentina (2001). É importante destacar, também, que o fim de Bretton Woods provocou uma ampla perturbação no mercado cambial mundial, como ilustrado nas figuras 2 e 3. Para salientar, em conformidade com a figura, Reinhart e Rogoff (2009, p. 190) consideram que, para ocorrer uma crise de taxa de câmbio, a variação cambial necessita ser de pelo menos 15 por cento. A crise Asiática, objeto do próximo capítulo, representa, ainda que não de maneira exclusiva, uma das mais importantes experiências recentes de crise cambial, com possíveis repercussões no resto do mundo, inclusive no Brasil.

Figura 2 – Crises cambiais: A parcela de países com taxas de depreciação anual maiores que 15 por cento, 1800 – 2007



Fonte: Reinhart e Rogoff (2009, p. 190).

Figura 3 – Depreciação mediana anual: Média de intervalo de cinco anos para todos os países, 1800 – 2007.



Fonte: Reinhart e Rogoff (2009, p.190).

### 2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como exposto acima, os modelos convencionais de crise cambial sugerem como as crises cambiais são originadas. Conforme as crises se modificavam, esses modelos eram aperfeiçoados. A crise asiática, que rompeu com o primeiro e o segundo modelo, provocou a criação do modelo de terceira geração em consequência do Leste da Ásia não apresentar deterioração nos fundamentos e nem uma possível desvalorização na taxa de câmbio pelo fato de alinhar crescimento econômico logo baixo desemprego e baixo nível de inflação. O modelo de terceira geração, resultado da crise na Ásia, conclui que a crise cambial se origina de uma crise financeira, ou seja, da desregulamentação financeira associada à alavancagem do sistema bancário e em conjunto com um regime de câmbio fixo, acarretando uma crise financeira e cambial. Igualmente importante para entender as repercussões das crises cambiais, se discutiu de forma breve as consequências inflacionárias. Foi visto que crises cambiais estão propensas a acontecer em países com problemas de inflacionários crônico, aspecto preocupante para a economia brasileira. O próximo capítulo discute a crise asiática.

### 3 A CRISE ASIÁTICA

Este capítulo descreve a origem e os desdobramentos da crise asiática. Para isso, ele tem como elementos centrais os aspectos relacionados às crises financeiras e cambiais, o papel dos fluxos de capital, os choques externos, o risco moral e o pânico financeiro. Também é feito no início um resumo da crise Asiática.

#### 3.1 A CRISE ASIÁTICA: UM RESUMO

A crise das economias Asiáticas de 1997/1998 pode ser caracterizada por uma série de acontecimentos em cadeia que provocou uma turbulência no mundo, dada sua intensidade e o rápido contágio, a partir das economias da Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia e Malásia. O fator explicativo mais importante para a crise, segundo Giambiagi e Averbug (2000), está na fragilidade do sistema financeiro, segundo um modelo canônico de terceira geração, mas que incorpora elementos dos demais modelos.

De uma maneira sucinta, o que determinou o encadeamento dessa crise foi o arranjo dos seguintes fatores, de acordo com Giambiagi e Averbug (2000, p. 8):

- a) um boom de investimento alimentado pelo endividamento crescente das famílias, das empresas e do país (bolha);
- b) elevada alavancagem dos bancos;
- c) ausência de uma supervisão bancária apropriada;
- d) taxas de câmbio fixas ou relativamente fixas, em um contexto de déficits crescentes da conta corrente.

Em tais circunstâncias, como frisou um analista local a propósito da Coreia do Sul, mas cuja observação se poderia aplicar a outros países envolvidos, a crise foi a combinação de “uma crise monetária e uma crise financeira” (SHIN; HAHM, 1998<sup>7</sup>, p. 1, apud GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000).

Duas variáveis em particular parecem explicar o tamanho do problema asiático:

- a) conforme o BIS, em junho de 1997, a relação dívida externa do sistema bancário em proporção das reservas internacionais, era de 216% na Coreia do Sul, de 157% na Indonésia e de 141% na Tailândia [IDEA (1998<sup>8</sup>)];

<sup>7</sup> SHIN, Inseok e HAHM, Joon-Ho. The Korean crisis – causes and resolution. Artigo apresentado na East-West Center/Korea Development Institute Conference on the Korean Crisis, Honolulu, Agosto 8, 1998.

<sup>8</sup> IDEA. Currency crises and contagion aftershocks: how, why and what next? January, 1998.

- b) o crédito à iniciativa privada, em 1996, havia alcançado 170% do PIB na Coreia, 130% do PIB na Tailândia, 120% do PIB na Malásia e 80% do PIB na Indonésia [IDEA (1998<sup>9</sup>)].

Devido à particularidade que acompanha essa conjuntura, o êxito dessas nações estava subordinado a um crescimento contínuo que possibilitasse a atração de novos investimentos ininterruptamente. Contudo, em um cenário não favorável, uma estagnação econômica tem consequências negativas em relação à capacidade dos agentes econômicos em honrar seus compromissos financeiros, acarretando consecutivas rodadas de falências, produzindo o chamado “efeito-dominó”, isto é, a impossibilidade de um agente em saldar suas dívidas não permite que seu credor honre seus compromissos com terceiros. Com base nisso, para ocorrer uma crise financeira necessita-se apenas de um próximo passo (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000).

Uma das causas que deflagraram essa crise consiste na deterioração dos termos de troca dos tigres asiáticos, ou seja, alguns dos produtos mais importantes para a expansão econômica da região tiveram seus preços reduzidos. Além disso, a rigidez da taxa de câmbio, associada à baixa maturidade da dívida, são dois fatores que colaboraram para acarretar em uma grave crise. Ou seja, quando se tem dificuldades em sustentar o câmbio fixo, a necessidade de comprar divisas aumenta, tendo como pressuposto uma crise que está prestes a eclodir. O resultado disso, logicamente, é uma sucessão de casos de “profecias auto-realizáveis” (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000). Ou melhor, quando se torna previsível o abandono do câmbio fixo, os agentes tentam se antecipar à desvalorização, encaminhando a economia a uma desvalorização cambial, antes mesmo que os fundamentos surjam como tal motivo. Este é um caso claro dos modelos de crise cambial de segunda geração, sendo a crise causada por *sunspots* (ALVES JÚNIOR ET AL., 2004). O primeiro país a sentir esses sintomas e iniciar a crise na Ásia foi a Tailândia, que, logo depois, contagiou os outros países da região do Pacífico Asiático. Em seguida, um país após o outro começava a exibir os mesmo sintomas (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000).

---

<sup>9</sup> IDEA. Currency crises and contagion aftershocks: how, why and what next? January, 1998.



### 3.1.1 A Crise Cambial e Financeira Asiática<sup>10</sup>

Existem duas peculiaridades similares que marcam o acontecimento de 1997/98 em cada um dos mercados emergentes do Leste Asiático (Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coréia do Sul) na eclosão da crise financeira: a saliente desvalorização de suas moedas em relação ao dólar, e a brusca queda nos preços de ativos em seus mercados de capitais. O resultado desses fatores foi justificado pela evasão de um grande volume de capital que implica, equivalentemente, na diminuição das reservas internacionais daqueles países (CANUTO, 2000).

Nesse contexto, a Ásia teve uma radical alteração nos seus fluxos de capital, isto é, de uma entrada líquida de US\$ 96 bilhões em 1996 passando para uma saída líquida de US\$ 12 bilhões em 1997, com o cenário de crise evidenciando-se no meio deste último ano. Esse volume de capital era equivalente a 11% do PIB da região (RADALET; SACHS, 1998<sup>11</sup>). A contração desses fluxos está relacionada aos desinvestimentos em carteira e a cancelamentos de créditos bancários externos. Sendo assim, a fuga de capitais e a crise cambial teve seu desenvolvimento no aperto de crédito nas praças financeiras destas mesmas economias (CANUTO, 2000).

Quando o governo da Tailândia noticiou, em 2 de julho de 1997, que a sua moeda o *Bath*, iria flutuar, deu início à crise que teve como desdobramento imediato a desvalorização da moeda tailandesa em 15%. Além disso, com complicações no sistema financeiro do país, a crise de confiança já tinha se instalado. No decorrer de dois meses, Filipinas, Malásia e Indonésia não resistiram a esses eventos e tiveram que abandonar a defesa de suas moedas, acarretando em acentuadas depreciações (CANUTO, 2000).

O agravamento desse cenário ocorreu quando o contágio atingiu a Coréia do Sul, em julho de 1997, a qual foi marcada pela desvalorização de sua moeda em 25% no decorrer do mês de novembro, provocando um novo processo de desvalorizações cambiais nos tigres asiáticos. No intervalo entre junho e dezembro de 1997, a rúpia, moeda da Indonésia, sofreu uma queda em relação ao dólar de 140%. Já, o bath tailandês e o won da Coréia do Sul, tiveram uma depreciação menor, mas acima dos 80%, ao passo que o ringgit da Malásia e o peso das Filipinas, tiveram uma queda perante o dólar na faixa dos 50% (CANUTO, 2000).

---

<sup>10</sup> Esta seção se baseia fortemente em Canuto (2000).

<sup>11</sup> RADALET, S & SACHS, J. (1998). "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 1-74.

Entretanto, as desvalorizações cambiais não foram exclusividade dos países que estão próximos ao círculo da crise. Outras nações asiáticas fora do eixo da crise tiveram igualmente queda nas suas moedas, como é o caso de Taiwan e Cingapura, mas sem se envolver em um processo circular de fuga de capital, desvalorização cambial e deflação de ativos. O único caso bem sucedido foi o *currency board* de Hong Kong, que conseguiu manter sua paridade com o dólar americano, na presença de ataques especulativos. Apesar disso, todos os países do Leste Asiático, incluindo aqueles que evitaram uma crise cambial, tiveram que se defrontar com uma queda notável em suas Bolsas de Valores. Nas cinco economias protagonistas da crise, os preços das ações estavam valendo 50% do seu valor original no fim de 1997 (CANUTO, 2000).

Essa conjuntura que a Ásia enfrentou foi surpreendente pela intensidade e pela sua rápida proliferação, ou seja, a crise, que teve início em um país, se espalhou por toda a região em um curto espaço de tempo. Além disso, um pouco antes da desvalorização da moeda tailandesa, existia uma análise otimista para a Indonésia, de acordo, com o Banco Mundial. A Coreia do Sul, por exemplo, que era considerada um “tigre” distinto em relação aos outros, devido o seu nível de desenvolvimento (CANUTO, 1994a<sup>12</sup>), não exibia os sintomas da crise até três meses após a queda da moeda tailandesa (CANUTO, 2000).

A crise financeira se transformou em crise econômica à medida que os dados mostravam o declínio dos PIBs. O produto interno bruto na Tailândia encolheu em mais de 10% em 1997, até atingir um piso no meio do ano posterior. A Malásia teve uma queda similar no seu PIB, por volta de 10% entre os terceiros trimestres de 1997 e 1998. Já as Filipinas apresentaram uma queda de 3%, ao passo que a Coreia do Sul, a economia mais desenvolvida da Ásia a entrar na crise, apresentou uma redução no PIB de 8% entre o fim de 1997 e o meio de 1998. Para finalizar, a economia mais afetada foi a Indonésia com uma redução acima de 15% nesse mesmo intervalo (CANUTO, 2000).

Essa diminuição nos PIBs dos tigres Asiáticos veio em oposição ao percurso anterior de crescimento “duradouro”, ao qual o Leste Asiático estava associado. Como mostram as variáveis de demanda agregada, foi verificado um declínio saliente nos investimentos, para todos os países. Por outro lado, os gastos governamentais desempenharam um papel como atenuantes da crise. Contudo, apesar de haver várias características semelhantes, também é possível encontrar algumas diferenças nos efeitos da crise em cada país. Na Indonésia, além da elevada desvalorização cambial e do declínio no PIB, salienta-se a contração no crédito. Já

---

<sup>12</sup> CANUTO, O. (1994a). Brasil e Coreia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel.

a Coréia do Sul, ainda que tenha enfrentado uma deterioração real no preço dos seus ativos no mercado acionário, exibiu uma ligeira recuperação na conta corrente, nas reservas internacionais, no crédito do sistema bancário e no mercado de capitais doméstico. Ao contrário, todos os tigres Asiáticos encontraram-se numa situação semelhante em relação aos movimentos de fuga de capital, que aconteceu instantaneamente em resposta ao crash acionário e à “destruição” dos regimes em curso de taxas de câmbio fixas ou administradas (CANUTO, 2000).

Diante desse contexto, a experiência de crise cambial e financeira na Ásia foi relativamente semelhante à de outros episódios análogos em países emergentes (CANUTO; LIMA, 1999a<sup>13</sup>). Em todos os países incluídos na crise, a taxa de câmbio estava sendo administrada em um grau maior ou menor, de acordo com cada banco central, com este usando suas reservas internacionais para equalizar os mercados cambiais domésticos. Depois de algum tempo percorrido, teve início uma propensão ao encolhimento das reservas em consequência do fato de que a sustentação das taxas de câmbio fixas ou administradas somente era possível com a atuação direta do banco central fornecendo divisas, para abastecer a demanda elevada por estas (CANUTO, 2000).

No decorrer da degradação das reservas externas, o nível de desconfiança por parte dos agentes privados se elevou, à medida que aumentava a incerteza na capacidade do banco central em conseguir manter a estabilidade cambial vigente. Em consequência de tal desconfiança, houve uma corrida para se desfazer dos ativos domésticos, acarretando em sucessivas depreciações em suas cotações, e uma contração do crédito pelos emprestadores internos e externos. Ou seja, o movimento normal era os agentes econômicos se desfazendo dos ativos que possuíam no sistema financeiro e transformando-os em divisas. Com base nessas particularidades, como em outras crises, as instituições financeiras foram forçadas a liquidar ativos e a encerrar linhas de crédito. Desta maneira, acarretou-se uma profunda restrição sobre os gastos de empresas e famílias, isto é, ocorreu uma propagação da crise cambial para a economia com um todo (CANUTO, 2000).

Ao término das reservas internacionais, os bancos centrais foram, ininterruptamente, forçados a abandonar as vendas de divisas e a manutenção da taxa de câmbio. Para cada emergente, a desvalorização de suas moedas acompanhou a liberdade de flutuação, em

---

<sup>13</sup> CANUTO, O & LIMA, G.T (1999a). “Crises bancárias, redes de segurança financeira e regimes de currency board em economia emergentes”, Revista Econômica do Nordeste, v. 30, n. especial, dez., pp. 896-914.

simultaneidade com o prolongamento dos riscos de insolvência e recessão internos (CHANG, 1999<sup>14</sup> citado por CANUTO, 2000).

De outra forma, apesar de ocorrer uma interação entre turbulência cambial e crise financeira em todos os países Asiáticos, bem como diversas outras crises em mercados emergentes, é preciso analisar a variedade de fatores existentes entre as esferas cambial e financeira. Essas esferas podem ser colocadas em ação, conforme outras experiências passadas, por motivos completamente diferentes (CANUTO, 2000).

Os mercados domésticos de ativos podem ter gerado os primeiros sinais de desconfiança, com a fuga de capital e a erosão de reservas externas surgindo logo em seguida. A causa pode ter consistido especificamente de déficits ou dívidas públicas consideradas insustentáveis ou por meio da monetização que elevou a proporção entre a liquidez doméstica e o nível das reservas internacionais. Com base em outra possibilidade, o principal combustível para o encadeamento dessa crise poderia estar localizado no balanço de pagamentos, ou melhor, em déficits na conta corrente não anulados por capital externo (CANUTO, 2000).

A resolução dos fatores que originam esse encadeamento é de extrema importância para a definição de uma política corretiva. Após ser inaugurado o círculo vicioso, no âmbito da fragilidade das finanças domésticas privadas e/ou públicas e da deterioração das contas externas, fica complicado separá-las. Por isso, é primordial encontrar o que gerou o início desse processo. Nessa circunstância, cabe examinar alguns indicadores que possibilitem dar um melhor entendimento para explicar a experiência Asiática<sup>15</sup> (CANUTO, 2000).

Antes de tudo, nenhum dos cinco países apresentou déficits públicos substanciais nos anos anteriores à crise, com superávits tornando-se regra em alguns casos (CORSETTI et alii, 1998). Na Coreia, por exemplo, segundo o International Financial Statistics do FMI, depois de um saldo positivo de 2,7% do PIB nas contas públicas em 1994, os modestos déficits 0,9% e 1,1% em 1995 e 1996 não poderiam ser apontados como críticos. Na Tailândia, por seu turno, superávits de 1,9%, 3% e 2,4% do PIB foram alcançados no mesmo triênio. O sinal também foi positivo nas contas públicas da Malásia e da Indonésia em 1996. Evidencia-se, portanto, a inadequação da explicação clássica de ataques especulativos e crises em regimes cambiais rígidos, formulada pela chamada “primeira geração de modelos de ataques especulativos”, iniciada por KRUGMAN (1979), a qual focalizou políticas macroeconômicas inconsistentes como origem previsível de crises de balanço de pagamentos (CANUTO, 2000, p. 30-31)

<sup>14</sup> CHANG, R. (1999). “Understanding recent crises in emerging markets”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2º trim., pp. 6-16.

<sup>15</sup> KAMINSKY et al. (1998) apresentam, como os melhores indicadores prévios de uma crise cambial: a evolução das exportações, a taxa real de câmbio, a proporção entre medidas amplas de liquidez e as reservas externas, ritmo do crescimento do PIB e os preços de ações.

A princípio, foi extraordinário o desempenho das economias dos tigres Asiáticos em relação ao crescimento e à inflação baixa antes da crise. Em relação à Coreia do Sul, o PIB aumentou em 8,6%, 8,9% e 7,1%, respectivamente, entre os anos de 1994 a 1996, à medida que o índice de preços ao consumidor permaneceu na faixa de crescimento entre 4,4% e 6,3% anuais no decorrer desse período. Na Tailândia, os números que correspondem a esse mesmo período foram de 8,9%, 9,1% e 7,7% para o PIB e de um intervalo de 5,1%-5,8% para o índice de inflação. Em relação aos outros emergentes, as Filipinas, mesmo obtendo um crescimento mais baixo que os demais, teve um ritmo de expansão na faixa dos 4,4% em 1994 e 5,7% em 1996, exibindo uma taxa de inflação anual nos patamares de 8% e 9% no período (CANUTO, 2000).

Conforme Canuto (2000), o bom desempenho macroeconômico dos países descarta, por consequência, a “segunda geração de modelos de ataques especulativos”, que foi criada por Obstfeld (1994<sup>16</sup>), tendo como base a experiência e a observação da crise do sistema monetário europeu de 1992. Quando se analisa o caso da libra esterlina inglesa e da lira italiana, a vigência do câmbio fixo exige uma alta rigidez na política monetária e taxas de juros elevadas. Ainda que seja uma política de defesa capaz de ser cumprida diante dos fluxos de capital, o trade-off entre desaceleração econômica e nível de desemprego, que se mostra em um trajetória de crescimento, é oneroso demais e, destarte, com alta probabilidade de vagorosamente mudar os critérios de custo-benefício da política cambial, na visão do governo. Frente a esse problema, ataques especulativos contra as moedas se sucederam com êxito, diante da certeza de piorarem a avaliação custo-benefício dos governos quanto à capacidade de manter a taxa de câmbio fixa. “Como no caso da “primeira geração”, esse tipo de “profecias auto-realizáveis” concretizadas pelos mercados, diante das opções de política governamental quanto ao custo-benefício da sustentação de taxas de câmbio, não pode ser invocado para o caso asiático, diante do bom desempenho macroeconômico anterior à crise” (CANUTO, 2000, p. 31).

Em termos de balanço de pagamentos, a Tailândia apresentou 8% de déficits em conta corrente em proporção do PIB antes da crise, enquanto os outros emergentes ficaram entre 3% e 6%. Todavia, o capital internacional disponível para o Leste Asiático encontrava-se muito acima da real necessidade de ingresso. O movimento intenso de evasão de capital que aconteceu no transcurso da crise foi posterior ao forte boom de ingresso na época de 1990 a

---

<sup>16</sup> OBSTFELD (1994). “The logic of currency crises”, *Cahiers Economiques et Monétaires*, n.43, pp. 189-213.

1996, e a princípio, não existiu nenhuma mudança repentina no cenário de contas correntes que fosse capaz de provocar uma variação drástica de humor nas expectativas dos investidores internacionais (CANUTO, 2000).

No que tange à taxa real de câmbio, os valores das moedas na Tailândia, Indonésia e Malásia, antes de acontecer a crise, estavam apreciados meramente entre 5% e 8% em comparação com a média de 1990 até 1996, enquanto que, na Coreia do Sul a taxa estava suavemente depreciada (FERGUSON JR., 2000<sup>17</sup> citado por Canuto, 2000). Já nas Filipinas, a apreciação se encontrava em 20%, mas, de todos os tigres Asiáticos, o País foi o que menos sentiu os efeitos da crise. De acordo com Chowdhry e Goyal (2000<sup>18</sup>) citado por Canuto (2000), depois de se examinar as possibilidades de medir as taxas reais de câmbio, é mencionada a probabilidade de haver problemas com a taxa real de câmbio somente na Tailândia, Malásia e a Filipinas, excluindo a possibilidade para a Coreia, Indonésia, Hong Kong, Cingapura e Taiwan.

Suprime-se, portanto, a provável explicação da crise com base nos fundamentos macroeconômicos (contas públicas, crescimento, inflação e taxa real de câmbio) ou ausência de consistência nas políticas macroeconômicas. Assim, tomando como modelo as medidas tradicionais, somente a Tailândia, que foi o primeiro mercado emergente a sentir os sintomas da crise, estaria perto de um diagnóstico em conformidade com as teorias convencionais. Além disso, é preciso verificar os indicadores pertinentes às instituições financeiras (bancos e intermediários não-bancários), e as oscilações de variáveis, como, por exemplo, preços de ativos e empréstimos. É com esses fundamentos que se obtêm pistas para se compreender a profundidade e capacidade de transmissão da crise.

[...] Seguindo-se os indicadores propostos por KAMINSKY et alii (1998), o nível de endividamento e de concessão de crédito na economia vis-à-vis o PIB, bem como o nível da dívida externa de curto prazo enquanto proporção das reservas internacionais, podem sinalizar a iminência de uma crise financeira (bancária e/ou cambial). Caso estejam altos tais índices, a economia mostra-se vulnerável a fugas de capital doméstico e à repatriação de capital por aplicadores externos (CANUTO, 2000, p. 32).

Segundo Chowdhry e Goyal (2000) citado por Canuto (2000), as cinco economias apresentaram crescimento saliente em relação ao crédito doméstico e aos ativos líquidos de curto prazo (M2) antes da crise, em uma velocidade muito acima do crescimento do PIB

<sup>17</sup> BERGSTEN, F. (2000). The new Asian Challenge. Institute for International Economics, working paper 00-4, March.

<sup>18</sup> CHOWDHRY, B & GOYAL, A. (2000). "Understanding the financial crisis in Asia", Pacific-Basin Finance Journal, v. 8, pp. 135-152.

nominal. Este é um fator que concorda com os argumentos de crise que começam pelo superendividamento doméstico. Por outro lado, no que diz respeito à dívida externa de curto prazo em proporção ao nível das reservas externas, na realidade só a Malásia não apresentou um nível acima da média. Ademais, foi a única a criar novas imposições expressivas para a fuga de capitais no momento da crise<sup>19</sup>. “A partir daí, vários interpretes enfatizaram a volatilidade dos fluxos internacionais de capital de curto prazo (dívida e ações) como causa imediata da crise” Radalet e Sachs, (1998) e Furman e Stiglitz, (1998<sup>20</sup>) citados por Canuto (2000).

Por outro lado, um dos aspetos mais importantes que aconteceram na década de 90 foi o acentuado volume de entrada e posteriormente a retração desses fluxos de capital para os mercados emergentes. A movimentação de capital privado em direção às economias emergentes foi multiplicada por sete no período de 1990 a 1996. Após atingir seu nível máximo e em seguida cair profundamente, o fluxo de capital no decorrer da crise financeira, ainda se manteve em um nível acima dos anos anteriores (CANUTO, 2000).

Os motivos cruciais para que esses expressivos volumes de capitais tenham convergido para os mercados emergentes, ou melhor, para o Leste Asiático, foram mencionados pelo FMI, no relatório *International Capital Market: development prospects and policy issues*, de 1995. No entanto, anterior a isso, ocorria uma tendência de redução das taxas de juros nos países desenvolvidos, instigando investidores institucionais a procurar outros tipos de investimentos que tivessem uma taxa de retorno maior. Por outro lado, os países ou mercados emergentes também tiveram sua parcela de contribuição para o ingresso dessa massa de capital, que consiste nos processos de liberalização quanto a investimentos externos, acompanhando reformas financeiras de desregulamentação setorial e privatização (CANUTO, 2000).

Por fim, mesmo que não sejam mencionados como razões da crise asiática, mas que ocorreram quase que concomitantemente, os choques ocorridos anos antes da crise acarretaram perdas para as exportações dos tigres asiáticos, reforçando ainda mais a

---

<sup>19</sup> Vale observar que, no período da crise, enquanto os controles sobre a conta de capital haviam sido liberalizados há muito na Indonésia e na Tailândia, ainda continuavam substanciais na Coreia. Por exemplo, não-residentes não podiam tomar empréstimos em won, proibição também restabelecida pela Tailândia durante a crise (ITO, 1999, p. 18). A diferença do caso da Malásia foi o caráter *ex post* de suas restrições, estabelecidas sobre a saída de capital (CANUTO, 2000, p. 33).

<sup>20</sup>RADALET, S & SACHS, J. (1998). “The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 1-74; FURMAN, J & STIGLITZ, J.E. (1998). “Economic crises: evidence and insights from East Asia”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n.2, pp. 1-114

vulnerabilidade das suas economias. Segundo CORSETTI et al (1998) e WHITT, (1999<sup>21</sup>) citado por Canuto (2000, p. 37-38):

[...] O aumento das exportações chinesas, após sua desvalorização cambial em 1994, deslocando espaços dos mercados ocidentais ocupados pelos competidores vizinhos; a depressão econômica japonesa, acarretando menores aquisições de produtos dos vizinhos; e a apreciação do dólar em relação ao iene e outras moedas em 1995-97, no período em que a moeda norte-americana servia de âncora cambial para vários países da Ásia.

### 3.1.2 Risco Moral e Pânico Financeiro

De acordo com Canuto (2000), a bibliografia a respeito de crises e regulação das finanças diferencia as duas situações a seguir, nas quais instituições e o sistema financeiro são confrontados com problemas financeiros, embora não seja simples distingui-las.

Conforme Canuto e Lima (1999b<sup>22</sup>; 2000) citado por Canuto (2000, p. 40-41):

- (i) insolvência: quando o valor presente dos ativos é inferior ao dos passivos e a falência é inevitável. A insustentabilidade patrimonial pode permanecer disfarçada por algum tempo, desde que haja uma assimetria de informações entre os detentores do patrimônio e seus credores. Nos casos em que a solvência patrimonial depende de verificar-se, *a posteriori*, os cenários favoráveis utilizados nos cálculos originais de riscos envolvidos, a situação de insolvência advém quando se revela desfavorável o cenário efetivamente concretizado. Se não há transparência e sim assimetria de informações, os credores podem subestimar os riscos envolvidos, o que pode estimular os detentores do patrimônio (captadores de recursos de terceiros) a assumi-los em excesso (o “risco ou perigo moral”, *moral hazard*);
- (ii) iliquidez: quando há solvência patrimonial no longo prazo mas, em períodos intermediários, há descompassos ou descasamentos (*mismatches*) temporários entre os retornos dos ativos e os compromissos derivados dos passivos. O patrimônio é viável mas, caso não haja refinanciamento nos momentos intermediários em que os compromissos passivos superam a liquidez obtida com os ativos, ocorre a inadimplência. A possibilidade de falência, neste caso, é indesejável (uma “falha de mercado”), diante do retorno positivo líquido do projeto. Tal falha de mercado pode ocorrer quando há assimetria de informações e insegurança dos credores, choques sistêmicos de racionamento de crédito etc.

A compreensão da diferença entre “insolvência” e “iliquidez” é de extrema importância, pois esses conceitos estão intrinsecamente ligados à crise Asiática. O

<sup>21</sup>CORSETTI, G., PESENTI, P. & ROUBINI, N. (1998). What caused the Asian currency and financial crisis? I. A macroeconomic overview, New York University, <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>.; WHITT, J. (1999). “The role of external shocks in the Asian financial crisis”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2<sup>o</sup>trim., pp. 18-31.

<sup>22</sup>CANUTO, O & LIMA, G.T. (1999b). Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. Texto para discussão 76, IE- Unicamp, jul.



entendimento desses conceitos é indispensável para fundamentar-se um diagnóstico da crise e de suas interpretações. Por outro lado, Canuto (2000, p. 42) afirma que:

As explicações financeiras da crise asiática podem ser classificadas em dois grandes grupos (CORSETTI et alii, 1998; CHOWDRY & GOYAL, 2000):  
 (i) risco moral (moral hazard) – DOOLEY (1997); KRUGMAN (1998) – e  
 (ii) pânico financeiro ou crises de iliquidez auto-realizada (self-fulfilling runs on liquidity) – CHANG; VELASCO (1998a; 1998b; 1998c); RADELET; SACHS (1998); FURMAN; STIGLITZ (1998).

De acordo com, Dooley (1997<sup>23</sup>) e Krugman (1998<sup>24</sup>) citados por Canuto (2000), com base na teoria do risco moral, alega-se que as origens da fragilidade financeira asiática estiveram relacionadas com políticas governamentais inadequadas. Com o governo oferecendo garantias reais a empréstimos bancários privados, o setor privado fica instigado a tomar recursos em excesso, realizando investimentos com riscos extremamente elevados. Entretanto, na hipótese de um cenário não favorável, existe possibilidade real do sistema se tornar insolvente. Em uma situação de vulnerabilidade diante dos riscos generalizados de insolvência, qualquer choque pode causar uma crise de rápido contágio e tamanho considerável.

A base da explicação deriva da “primeira geração de modelos de ataques especulativos”, ou seja, a causa primária das crises está nas políticas governamentais. A distinção aqui consiste em que, em termos de “risco moral”, as “falhas de governo” não são visíveis nos indicadores sobre as políticas fiscal, monetária e cambial. Os seguros ou garantias do governo, de caráter explícito ou implícito, só mostram seus efeitos perversos no momento em que a crise já foi iniciada, seja qual for o motivo para ter começado (choque doméstico ou externo) (CANUTO, 2000).

Essas políticas podem até surtir efeito na economia por um determinado período. Enquanto o governo puder sustentar a quantidade de perdas potenciais, os agentes econômicos farão investimentos privados de alto risco, isto é, enquanto possuírem a possibilidade de privatização de ganhos nos cenários positivos e distribuição de perdas nos cenários negativos. Semelhantemente, quando o governo oferece garantias em relação ao risco cambial, pode acarretar uma entrada excessiva de capital de curto prazo (CANUTO, 2000).

Por conseguinte, o ataque especulativo com êxito tem propensão a acontecer, quando o fundo de seguros governamental estiver esgotado e os credores examinarem o término das

<sup>23</sup> DOOLEY, M. (1997). A model of crises in emerging markets. NBER Working Paper 6300, Dec.

<sup>24</sup> KRUGMAN, P. (1998). “What happened to Asia?”, Working Paper, MIT, Cambridge, Jan. (<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER/html>).

garantias. Como resultado, os credores dos investimentos de risco elevado substituirão os passivos privados que têm em mãos por liquidez, derivando assim a desvalorização de ativos e a contração de créditos bancários ao setor privado, com elevação da “preferência pela liquidez”. Tendo em vista os riscos de “falência” governamental e/ou depreciação cambial, a fuga para a liquidez se direciona para o exterior, isto é, para as economias centrais que apresentam maior credibilidade (CANUTO, 2000).

Em termos empíricos, o “risco moral” seria correspondente à implosão do crédito privado em proporção do PIB e com os aumentos na relação dívida externa de curto prazo/reservas, sendo ambos analisados em um período antes da crise. Um cenário peculiarmente oportuno ao “risco moral” na Ásia foi construído pelos processos de liberalização financeira, desregulamentação das taxas de juros, redução de exigências de reservas, promoção da concorrência etc., sem se ter uma reforma equivalente na superestrutura regulatória, podendo evitar ou punir o excesso de riscos. Em tal situação de trajetória incompleta, as instituições financeiras que apresentam debilidade ficam sujeitas a atrair riscos, sendo essa a única maneira de fugir de tal situação (CANUTO e LIMA, 1999a<sup>25</sup>) citado por Canuto (2000).

De acordo com Chang e Velasco (1998a<sup>26</sup>; 1998b<sup>27</sup>; 1998c<sup>28</sup>); Radelet e Sachs (1998); Furman e Stiglitz (1998) citados por Canuto (2000), a interpretação da crise Asiática é apresentada por meio do pânico financeiro e das subsequentes corridas contra as instituições e sistemas que estão potencialmente propensas à iliquidez. É regra que quando se reconhece a interpretação do “risco moral” de modo flexível, da mesma forma se admite a emergência de situações de pânico e “comportamento em manada (*herd behavior*)” dos investidores, no momento em que a crise é iniciada e a insolvência significa iliquidez (por exemplo, HAHM; MISHKIN, 2000<sup>29</sup>).

Segundo Chang e Velasco (1998a; 1998b; 1998c); Radelet e Sachs (1998) e Furman e Stiglitz (1998) citado por Canuto (2000), que têm o pânico financeiro como hipótese, não é negado o papel de assimetrias de informação, do mesmo modo que é indispensável uma

---

<sup>25</sup> CANUTO, O & LIMA, G.T (1999a). “Crises bancárias, redes de segurança financeira e regimes de currency board em economia emergentes”, Revista Econômica do Nordeste, v. 30, n. especial, dez., pp. 896-914.

<sup>26</sup> CHANG, R & VELASCO, A. (1998a). Financial fragility and the exchange rate regime. NBER Working Paper 6606, June.

<sup>27</sup> CHANG, R & VELASCO, A. (1998b). Financial crises in emerging markets, NBER Working Paper 6606, June.

<sup>28</sup> CHANG, R & VELASCO, A. (1998c). The Asian liquidity crisis, NBER Working Paper 6796, Nov.

<sup>29</sup> HAHM, J-H. & MISHKIN, F.S. (2000). Causes of the Korean financial crisis: lessons for policy. NBER Working Paper 7483, Jan.

supervisão e regulação financeira conveniente. Por outro lado, a distinção desse segundo grupo de autores consiste na sua interpretação em relação à crise Asiática, de modo que eles não consideravam que os Asiáticos atravessassem uma insolvência generalizada antes da crise. Não há fundamentos micro ou macroeconômicos que expliquem essa crise de confiança. Foi a corrida por parte dos agentes internos e externos em busca de liquidez que gerou esse medo, causando a liquidação em massa dos ativos, colapsos patrimoniais, corridas aos bancos e racionamento de crédito. Ou seja, se sucederam fugas de capitais e crises financeiras e econômicas como consequência do processo, mesmo que fossem viáveis os investimentos de longo prazo.

Esse segundo grupo que se baseia no pânico financeiro está de acordo, com base em dados empíricos, sobre a ascensão rápida da taxa de crédito privado/PIB antes da crise. A título de exemplo, a crise de iliquidez auto-realizada pode ter sido disparada a partir de uma alteração repentina nas expectativas dos investidores, comportando-se como em manada, após um otimismo um tanto quanto exagerado em relação ao desenvolvimento da região do Leste Asiático nos anos anteriores à crise. É importante salientar também que a liberalização financeira sem modernização regulatória contribuiu para a hipótese do pânico financeiro. A rivalidade entre bancos e instituições financeiras não-bancárias pode ter induzido os primeiros a emitir passivos líquidos com taxa de retorno mais atrativas que as anteriores, agravando, deste modo, sua vulnerabilidade quanto à iliquidez (CANUTO, 2000).

Contudo, existe um ponto na visão do segundo grupo que é oposto à versão do “risco moral”, e que consiste na necessidade de fontes de empréstimos em última instância e de redes de segurança financeira, de acesso rápido e fácil, nos âmbitos internos ou externos. Para o mesmo, a simples oferta desses tipos de fundos acarretam no aumento dos índices de iliquidez vistos como sustentáveis pelos credores. Conforme Chang e Velasco (1998a; 1998b) citados por Canuto (2000), por exemplo, crises “puras” de iliquidez, auto-realizáveis, sem nenhuma fragilidade nos fundamentos, possuem uma tendência a acontecer somente em economias pequenas, se, e somente se, existir escassez de liquidez no cenário internacional. Inversamente, a existência de liquidez externa pode permitir a travessia da crise. Por fim, é fundamental haver linhas de crédito externo de acesso rápido e fácil, até mesmo junto ao FMI, para prevenir crises desnecessárias. Ainda nesta conjuntura, ITO (1999<sup>30</sup>, p. 28) citado por Canuto (2000), concorda com a criação de fundos regionais de liquidez, para economias próximas e propensas a contágios derivados de desconfiança.

---

<sup>30</sup> ITO, T. (1999). Capital flows to Asia. NBER Working Paper 7134, May.

### 3.2 UMA OUTRA EXPLICAÇÃO PARA A CRISE ASIÁTICA

Conforme Cunha (1999), o acelerado crescimento de algumas economias, especialmente as do Pacífico Asiático, gerou certo interesse pelo assunto no âmbito acadêmico na metade dos anos de 1980, além da busca por compreender as causas desse rápido crescimento. Entretanto, o foco de interesse dos economistas não estava na dicotomia entre Estado-mercado, ao indicarem que o determinante último de crescimento consistia no processo de acumulação rápida de capital físico e humano. Com isso, o eixo central deixava de estar na economia política do desenvolvimento Asiático. A crise asiática, porém, permite retomar esse assunto. O autor resume a visão convencional da economia política das causas da crise Asiática.

[...] O “modelo asiático”, em que pese as suas possíveis virtudes passadas, estaria estruturalmente associado a um conjunto de distorções geradas no plano da política: a existência de um “capitalismo de compadres”, onde o crédito é manipulado, onde existem garantias implícitas de que ninguém irá “quebrar” e, portanto, onde os sinais de preços são distorcidos, criando sobre estímulos para as decisões de investimento e subestimação dos riscos (CUNHA, 1999, p. 162).

Segundo Cunha (1999), muitos fatores podem ter causado a crise na Ásia. Sendo assim, esses fatores podem ser de natureza conjuntural, que tornaram propícia sua eclosão, e outros de natureza estrutural, intrínsecos ao “modelo” ou, como muitos preferem chamar, de estratégia Asiática de desenvolvimento. Essa divisão é um tanto quanto arbitrária, pelo fato de elementos de natureza conjuntural e estrutural poderem estar interligados, o que potencializaria a crise.

Em uma perspectiva conjuntural, observou-se uma acentuada ampliação no ingresso de capitais, tanto de investimento direto externo (IDE), quanto de investimento em portfólio e empréstimos de instituições financeiras. No período de 1994 a 1996, os países Asiáticos que mais sofreram com o impacto da crise receberam, em média, um terço do total dos capitais que convergiam para o Leste Asiático. Entretanto, em 1997 ocorreu uma forte reversão desse quadro, principalmente no que diz respeito aos empréstimos bancários (CUNHA, 1999).

De acordo com Cunha (1999), em relação ao componente estrutural, regimes cambiais rígidos com moedas domésticas atreladas ao dólar, e conseqüentemente, a apreciação da moeda norte-americana em relação ao iene, incentivou a tomada de empréstimos em dólar,

sendo a maioria deles de curto prazo de maturação. Por conseguinte, aumentou a exposição de empresas e instituições financeiras ao risco cambial. De outro modo, os ganhos com a exportação foram prejudicados pela apreciação das moedas domésticas frente ao dólar e ao iene, mas também pela queda nos preços de alguns produtos com grande participação na lista de exportações dos países da região.

Ademais, em alguns setores da indústria havia sinais de excesso de investimento, como também nos mercados de ativos reais (imóveis) e de capitais. Da mesma forma, a fragilidade das contas externas provocada por acentuados déficits em conta corrente em proporção do PIB, colaborou não apenas para aumentar a dependência dos influxos de capitais, como também para fomentar os efeitos do contágio, isto é: do panorama dos investidores estrangeiros, os mercados emergentes que continham esses mesmos sintomas de fragilidades, embora em níveis distintos, passaram a ser caracterizados como igualmente arriscados. Isso é particularmente importante para a discussão sobre os possíveis impactos da crise asiática sobre a economia brasileira. Adicionalmente, é apontado que os desequilíbrios comerciais com o Japão poderiam explicar a crise<sup>31</sup> (CUNHA, 1999).

Segundo Cunha (1999), em termos de elementos estruturais, é apontada uma incompatibilidade entre a regulação dos sistemas financeiros e o crescimento da internacionalização dos mercados de capitais domésticos, principalmente após os movimentos de liberalização dos anos de 1990. Gerenciamento desajustado, mecanismos frágeis de controle dos riscos, fraca supervisão de instituições financeiras e não-financeiras, ausência de transparência e precisão nas informações contábeis, falta de rigidez nas regras de adequação de capitais (permitindo uma acentuada alavancagem na tomada de posições), entre outros, constituiria um cenário de “distorção nos sinais de mercado”. Em consequência, foram gerados cálculos equivocados de rentabilidade e risco por parte dos emprestadores (instituições financeiras internacionais) e tomadores de recursos (agentes domésticos). “Mais grave ainda seria a presença de uma variável distorcedora na função objetiva de cálculo dos agentes: a percepção de que haveria uma garantia implícita, por parte dos governos, das suas posições passivas” (CUNHA, 1999, p. 167). Isto seria consequência de um padrão histórico de relação entre os setores público e privado, caracterizado por beneficiar empresas ou setores, concessão de créditos subsidiados e ajuda a instituições financeiras e não financeiras.

Por outro lado, é apontado que o sucesso Asiático pode ser uma das principais causas de sua crise. Isto seria devido ao fato de que tanto as instituições financeiras e não-financeiras

---

<sup>31</sup> Por exemplo, segundo Cunha (1999), Corsetti, Pesseti e Roubini (1998), Cunha (1998) e Dymksi (1998).

estrangeiras, como também os agentes locais, terem tomado suas decisões de investimentos com a confiança de que as elevadas taxas de crescimento constatadas nas décadas anteriores continuariam, se não no mesmo nível, pelo menos acima da média mundial. Ademais, a estabilidade macroeconômica e a crescente abertura, agregadas ao aumento do risco-país na América Latina após a crise do México de 1994, conduziu os investidores estrangeiros, com maior ênfase ainda, para o Leste Asiático (CUNHA, 1999).

Cabe destacar que Cunha (1999) apresenta aspectos comuns entre as diversas explicações convencionais, compreendidas como aspectos vinculados ao *mainstream* da economia. No entanto, existem algumas divergências que não podem ser desconsideradas, embora não seja o objetivo deste trabalho. Portanto, simplificadamente, evidenciam-se duas correntes que enfatizam certos aspectos causais principais, provocando diferentes ênfases nas recomendações de políticas econômicas para o equacionamento da crise.

De acordo com Cunha (1999), a primeira corrente acentua a dimensão microeconômica das decisões de investimento combinada à ineficiência da intervenção do Estado nos padrões argumentados anteriormente. A crise de confiança, acarretada principalmente pela forte instabilidade cambial, e o efeito contágio a respeito de outras economias da região e outros mercados emergentes, só poderiam ser revertidos, em um primeiro momento, por intermédio de políticas fiscais e monetárias contracionistas. Já, em um segundo momento, por reformas estruturais capazes de provocar maior confiança nos preços de mercado, isto é, transparência nos dados contábeis das empresas, bancos e governos; alteração nas práticas de gestão, especialmente nas políticas de financiamento, e forte regulamentação do sistema financeiro em uma conjuntura de aprofundamento na liberalização de todos os mercados.

Em relação à segunda corrente, Cunha (1999) mostra como uma crise de liquidez conseguiu se tornar uma crise financeira generalizada na região do Pacífico Asiático. Destaca-se a combinação entre as imperfeições do sistema financeiro internacional e das instituições e políticas macroeconômicas domésticas dos países afetados, principalmente na direção do processo de liberalização financeira. O acelerado endividamento dos agentes privados, com um forte descolamento entre suas posições ativas, isto é, receitas deterioradas pela queda nas exportações e superestimadas pela inflação no preço dos ativos reais, e posições passivas, isto é, débitos de curto prazo em divisas externas, estariam no centro de um conjunto de fragilidades originadas pela liberalização financeira. Desta forma, a política proposta pelo FMI de restabelecimento da estabilidade cambial por intermédio do aumento dos juros e de

aperto fiscal teria acarretado o efeito contrario ao planejado, ou seja, ampliado à depreciação das moedas domésticas, dado o agravamento do cenário recessivo corrente e prospectivo.

### 3.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise Asiática novamente serve como modelo para entender o papel de uma crise cambial. Visto que os países asiáticos passaram da fase de crescimento extensivo, onde o problema de política econômica é conseguir poupança e recursos no maior volume possível para o investimento físico, para a fase de crescimento intensivo, onde o desenvolvimento demanda inovação, produtividade, crescimento e capital de risco, os países do Leste Asiático escolheram liberalizar seus sistemas financeiros. À medida que avançava o processo de liberalização financeira, ele provocava, inevitavelmente, o desenvolvimento da livre mobilidade de capital, acentuando a fragilidade das paridades fixas de câmbio. Frente a um descontrole do sistema bancário, a imprescindibilidade de um prestador de última instância doméstico torna-se mais urgente, impondo aos governos decidir em estabilizar o sistema bancário ou manter a taxa de câmbio. Sendo assim, com a introdução da democratização, os governos ficam subordinados a outros exercícios de política econômica ao invés de estabilizar a taxa de câmbio, perdendo a credibilidade na manutenção do câmbio fixo (EICHENGREEN, 2000).

Por fim, a crise no Leste Asiático apresenta elementos condutivos à fragilidade financeira a dificuldade de se sustentar um regime de câmbio fixo em um cenário de alta mobilidade de capitais, a elevada alavancagem do sistema bancário com garantias governamentais, o risco moral, o pânico financeiro etc. Diante disso, visto que não há fundamentos que expliquem a crise sofrida pela Ásia, não se pode rejeitar como hipótese que a causa principal foi o pânico financeiro. Isto é, a corrida pelos agentes por liquidez gerou medo, acarretando fuga de capitais seguida de crise financeira e cambial.

Esse cenário de instabilidade na Ásia deve ter repercutido negativamente na economia brasileira. Esses acontecimentos no Pacífico Asiático podem ter alcançado o Brasil, também, através do contágio e da perda de confiança dos investidores nos mercados emergentes. Em consequência disso, o Brasil é objeto de análise do nosso próximo capítulo.

## 4 OS IMPACTOS DA CRISE ASIÁTICA NO BRASIL

O Brasil atravessava um processo de consolidação do seu plano de estabilização econômica quando a crise Asiática explodiu. Esse modelo de estabilização baseado na âncora cambial tornava a moeda doméstica sobrevalorizada. Essa moeda valorizada justificava o crescimento das importações e a diminuição das exportações, acarretando um déficit persistente nas transações correntes e provocando a necessidade da entrada de capital externo para financiá-lo. Com isso, a taxa de juros doméstica precisava se manter em um nível acima das taxas internacionais pra atrair esse capital especulativo, e também por embutir a expectativa de desvalorização da moeda (SILVA, 2002). Esses pressupostos são importantes para compreender a atuação do governo brasileiro no decorrer da crise asiática. Fica claro que qualquer mudança profunda na taxa de câmbio proporcionada pela crise externa teria impactos importantes sobre a trajetória dos preços do Brasil.

Esse capítulo analisa como e se a crise do Leste Asiático foi transmitida para a economia brasileira. Para isso, dados de variáveis macroeconômicas selecionadas são empregadas para ilustrar como a turbulência na Ásia pode ter atingido, e por quais canais, o Brasil.

### 4.1 CANAIS FINANCEIROS

Frente ao cenário de instabilidade que decorreu da explosão da crise na região do Pacífico Asiático, no terceiro trimestre de 1997, diversos ataques especulativos aconteceram contra as moedas Asiáticas, provocando pânico e a fuga de recursos internacionais, especialmente os aplicados nas Bolsas de Valores. Como resultado, em um mundo globalizado e com livre flutuação de capitais, esse pânico atingiu o Brasil rapidamente (FLIGENSPAN, 1998).

Com isso, diante da crise na Ásia, muitos investidores internacionais retiraram rapidamente seus recursos do Brasil, provocando uma queda substancial na Bolsa e acarretando impactos no sistema financeiro nacional e no volume de reservas internacionais (FLIGENSPAN, 1998).

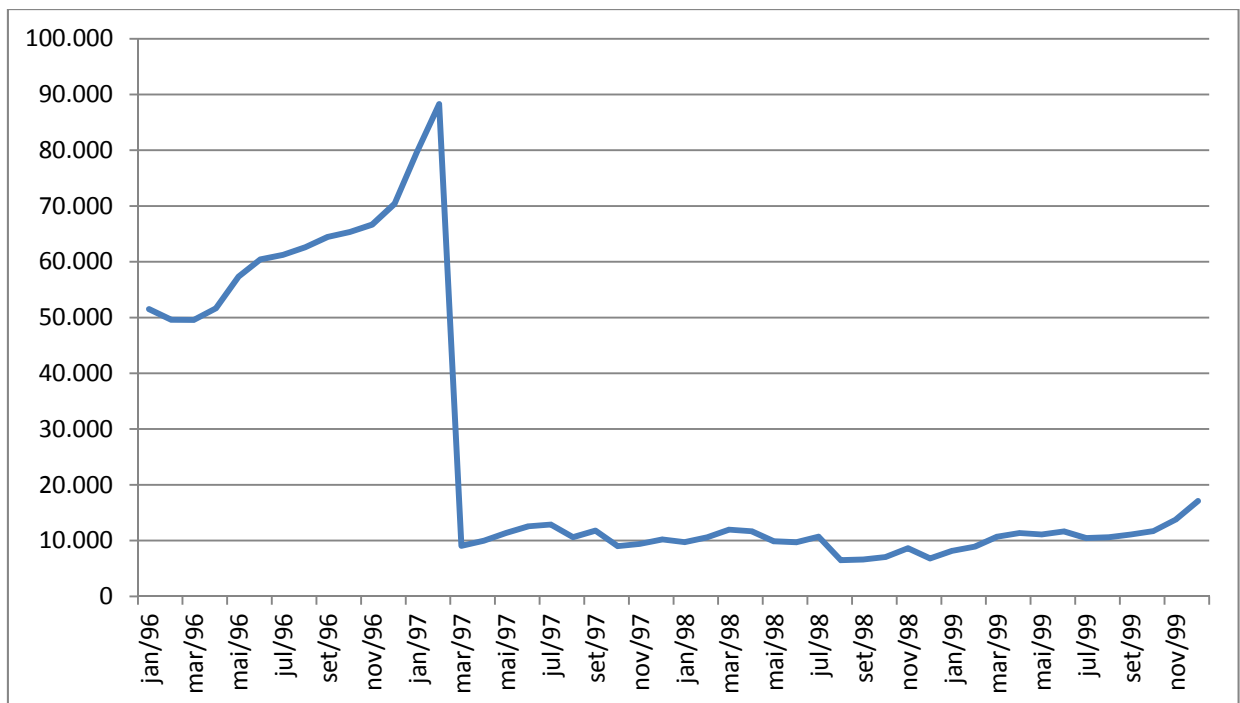
A fuga de capitais ocorreu por dois motivos: o primeiro está relacionado com a tentativa de atender a demanda por liquidez dos investidores internacionais. Os estrangeiros buscaram recuperar sua liquidez devido aos acontecimentos na Ásia, retirando recursos de



outros mercados. O segundo está vinculado com a perspectiva de que o Brasil poderia ser forçado a desvalorizar o real, com possíveis repercussões inflacionárias. Essa postura seria adotada pelo governo antes que a fuga de capitais comprometesse o nível de reservas ou o mercado mesmo o fizesse (FLIGENSPAN, 1998).

Essa crise de confiança que se alastrou pelos mercados é sugerida pelo gráfico 1 abaixo. Antes que a Tailândia abandonasse seu regime de câmbio fixo em julho de 1997, os agentes, por sua desconfiança com os mercados emergentes, já estavam se comportando em manada e retirando seus recursos das Bolsas de Valores.

**Gráfico 1 – Ibovespa – Índice mensal em pontos - (jan/1996-dez/1999)**

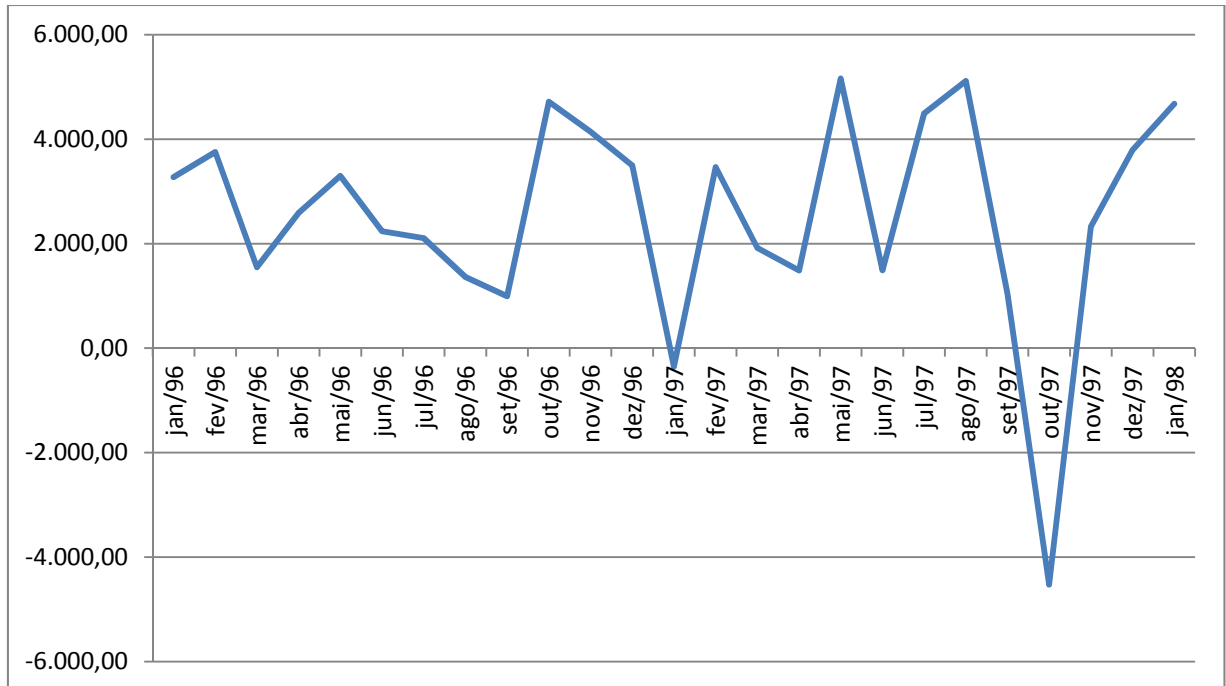


Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1996-dez/1999).

Como mostra o gráfico 1, fica evidente a acentuada queda no Ibovespa em março de 1997. Do início de 1996 a fevereiro de 1997 o Ibovespa mostrava uma trajetória ascendente. Em fevereiro de 1997 atingiu o valor de 88.287 pontos. Entretanto, a desconfiança dos investidores com respeito aos mercados emergentes atingiu o Brasil em março de 1997, com o Ibovespa caindo para 9.044 pontos. Isto é, de fevereiro a março de 1997 o Ibovespa caiu 89,8%. Em setembro de 1997, quando eclodiu a crise, o índice atingiu os 11.797 pontos.

Entretanto, o gráfico 2 sugere que ocorreu uma forte retirada de capital internacional do país a partir da metade de 1997, sendo isso um forte indício de um reflexo da turbulência no Leste da Ásia sobre a economia brasileira.

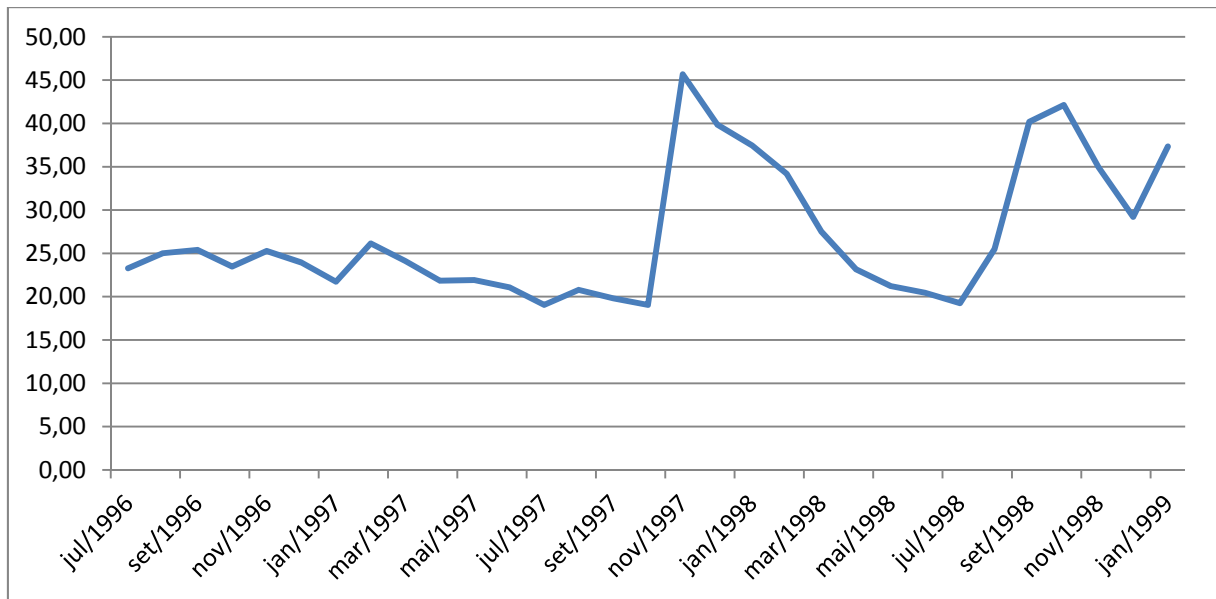
**Gráfico 2 - Conta financeira (líquido) – mensal – US\$ (milhões) - (jan/1996-jan/1998)**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1996-jan/1998).

Isso se deve ao medo que a crise na região do Pacífico Asiático passou para todos os mercados emergentes. Consequentemente, os agentes buscaram retirar seus recursos dos países emergentes. De agosto de 1997, quando houve um ingresso de US\$ 5.114 milhões, a outubro de 1997, passou-se para uma saída de US\$ 4.525,60 milhões. Conforme já mencionado, essa fuga de capital foi extremamente prejudicial devido ao plano de estabilização do Brasil, que necessitava desse capital internacional para financiar seu déficit em transações correntes. Além disso, pode se ver que no mês posterior houve uma reversão da saída de capital.

Por meio da forte elevação na taxa de juros, as autoridades conseguiram reverter esse processo de fuga de capital e gerar confiança para os investidores internacionais, conforme é mostrado no gráfico 3.

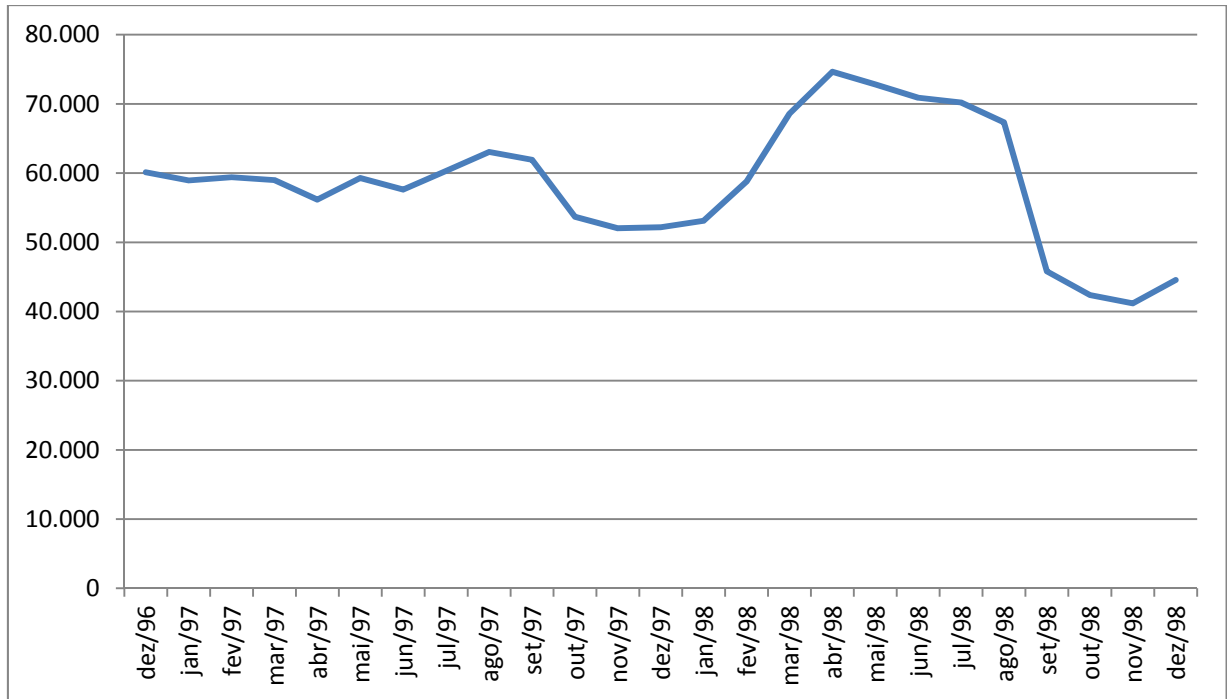
**Gráfico 3 - Taxa SELIC (% ao ano)**

Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (1996-1999).

O Brasil, até outubro de 1997, não tinha apresentado alterações significativas no rumo da sua política monetária. Entretanto, em novembro de 1997 a SELIC teve uma elevação brusca. Quando o governo se deparou com uma acentuada evasão de capital estrangeiro em outubro de 1997 (gráfico 2), a taxa de juros era de 19,05% ao ano. No mês seguinte, o Banco Central aumentou a taxa de juros para 45,67% ao ano, isto é, o Banco Central mais que dobrou a taxa de juros. A intenção era conter a saída de capital internacional e evitar as conhecidas especulações contra a moeda doméstica devido à crise asiática. Desta forma, isso acarretou um aumento dos custos do governo, como a rolagem da dívida pública, dado que a crise era grave.

Por outro lado, as reservas internacionais de acordo com o programa de estabilização econômico adotado pelo Brasil são de extrema importância pelo fato de o tamanho da base monetária depender, além de outros fatores, da quantidade de reservas internacionais acumuladas. Além disso, o volume de reservas é importante para a sustentação da taxa de câmbio defendida pelas autoridades monetárias, e também para diminuir o risco de desconfiança dos agentes (SILVA, 2002).

**Gráfico 4 - Reservas internacionais - Conceito liquidez - Total – mensal – US\$ (milhões) - (dez/1996-dez/1998)**

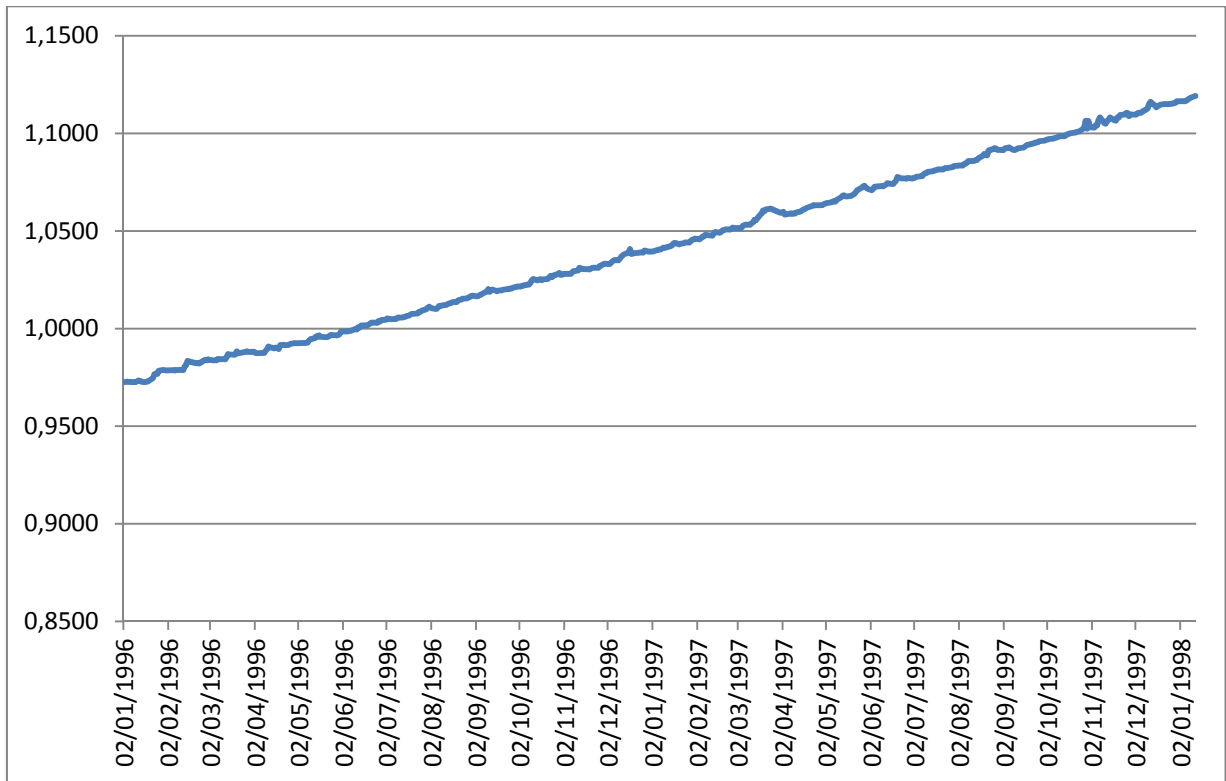


Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (dez/1996-dez/1998).

O gráfico 4 acima mostra como se apresentaram as reservas internacionais entre o fim de 1996 e dezembro de 1998. A principal característica do período está na variação das reservas de setembro para outubro de 1997, quando começa a crise Asiática. Até setembro de 1997 as reservas mantinham uma oscilação baixa. Em outubro de 1997 as reservas internacionais sofreram uma queda significativa, de US\$ 61.931 milhões para US\$ 53.690 milhões, sendo uma possível consequência da turbulência no Leste da Ásia. No entanto, no começo de 1998 as reservas iniciaram uma elevação, atingindo US\$ 74.656 milhões em abril, sendo resultado do acordo com o FMI. É importante destacar que o crescimento das reservas internacionais, devido ao acordo com o FMI, foi relevante no sentido de criar credibilidade para a sustentação da taxa de câmbio defendida pelo governo para o mercado.

O gráfico 5 demonstra a trajetória da taxa de câmbio, no qual a moeda nacional teve uma desvalorização moderada em relação ao dólar americano.

Gráfico 5 - Taxa de câmbio - Livre – R\$ por US\$ (venda) – diário - (jan/1996-jan/1998)



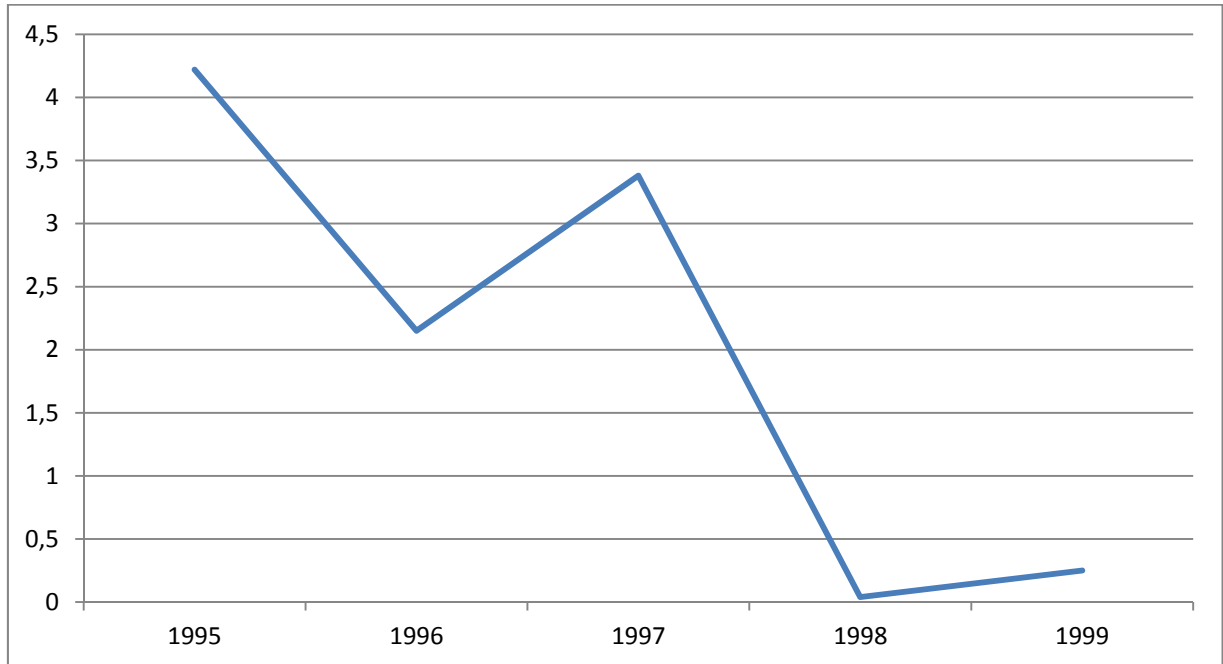
Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1996-jan/1998).

De fato a crise na Ásia não teve um impacto significativo na taxa de câmbio, apesar de outras variáveis macroeconômicas brasileiras sofrerem acentuadas variações para a taxa de câmbio se manter nesse nível. Sem uma grande depreciação, a inflação não sairia do controle, comprometendo o programa de estabilização. A variável mais importante para o Brasil não fora afetada pela crise na Ásia. De acordo com Silva (2002, p. 6) “no período 1995-1997 houve seguidos leilões de *spread* com o objetivo de desvalorizar gradualmente a moeda nacional, mantendo, contudo, a taxa de câmbio dentro dos limites de uma intrabanda<sup>32</sup>”. Isso se deve, como já mencionado, ao modelo de estabilização econômica que Brasil atravessava. Ou seja, o governo brasileiro precisava de uma moeda sobrevalorizada. Devido a isso, o governo brasileiro atuou diretamente para manter o câmbio valorizado, embora o Brasil, pelo contágio do Pacífico Asiático, tenha recebido um ataque especulativo. Ou seja, os mercados emergentes provocaram uma perda de confiança nos países que mantinham um regime de câmbio semi-fixo.

<sup>32</sup> Para uma versão oficial do funcionamento da banda cambial nesse período vide Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório 1997: 100 (SILVA, 2002).

Por conseguinte, o nível de atividade econômica do Brasil de 1997 para 1998 sofreu em consequência das medidas adotadas pelo governo. O gráfico 6 mostra que o produto interno bruto teve um variação real muito baixa.

**Gráfico 6 - Produto Interno Bruto - Taxa de variação real no ano – (jan/1995-dez/1999)**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1995-dez/1999).

## 4.2 CANAIS COMERCIAIS

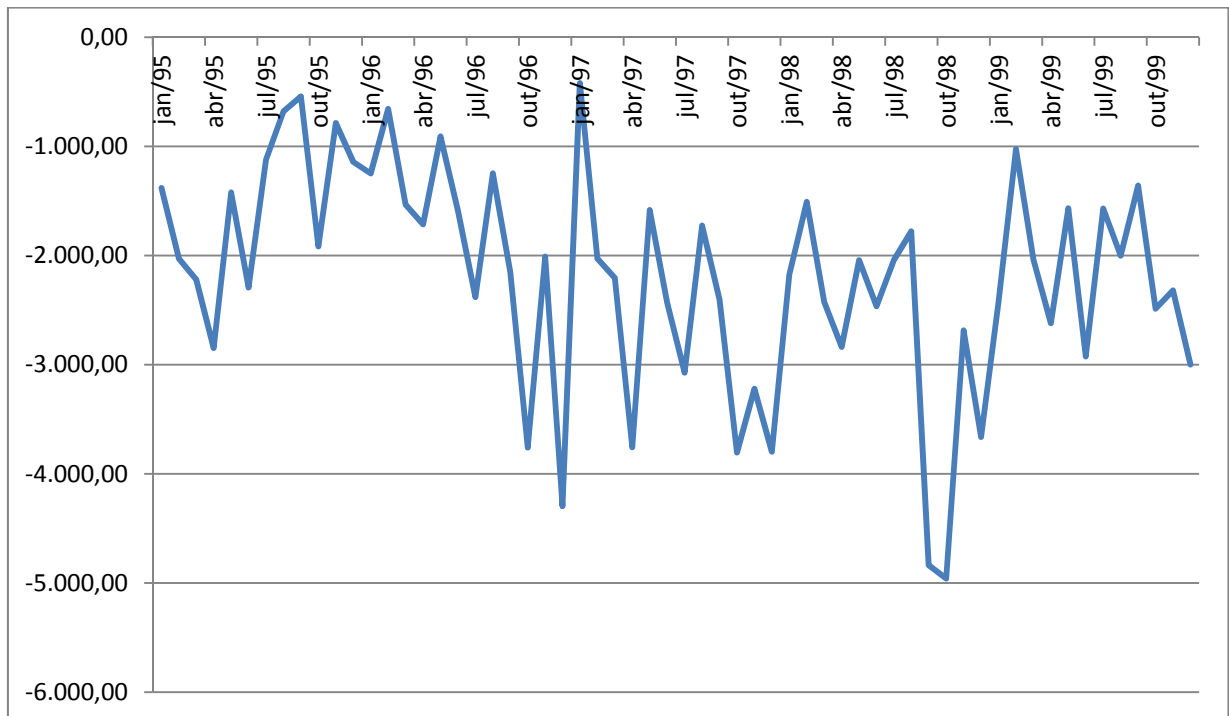
Como mostra a tabela 1, a balança comercial brasileira a partir de 1995 ficou deficitária, não sendo uma consequência da crise na Ásia, mas sim, do seu plano de estabilização, que dependia do câmbio valorizado, provocando aumento das importações e diminuição das exportações. De 1995 a 1997, a balança apresentou elevações no déficit, mas em 1998 e 1999 houve queda no déficit. O estouro da crise no terceiro trimestre de 1997 parece ter interrompido a trajetória ascendente das exportações e importações. Entre 1997 e 1998, as exportações tiveram uma queda de 3,49% e as importações uma queda de 5,9%. Essa diminuição persistiu no ano posterior e pode ter sido consequência da crise na Ásia.

**Tabela 1 - Brasil - Balança Comercial - US\$ Milhões**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança Comercial (saldo)	10.843	-3.353	-5.556	-8.365	-6.591	-1.198
Exportações	43.544	46.506	47.747	52.989	51.140	48.011
Importações	32.701	49.859	53.303	61.354	57.731	49.209

Fonte: elaborado pelo autor com base em (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000, p. 12).

Além do mais, esses saldos negativos na balança comercial, quando somados a déficits na balança de serviços, acarretam em déficits elevadíssimos nas transações correntes, como mostra o gráfico 7.

**Gráfico 7 – Transações correntes (saldo) – mensal – US\$ (milhões) - (jan/1995-dez/1998)**

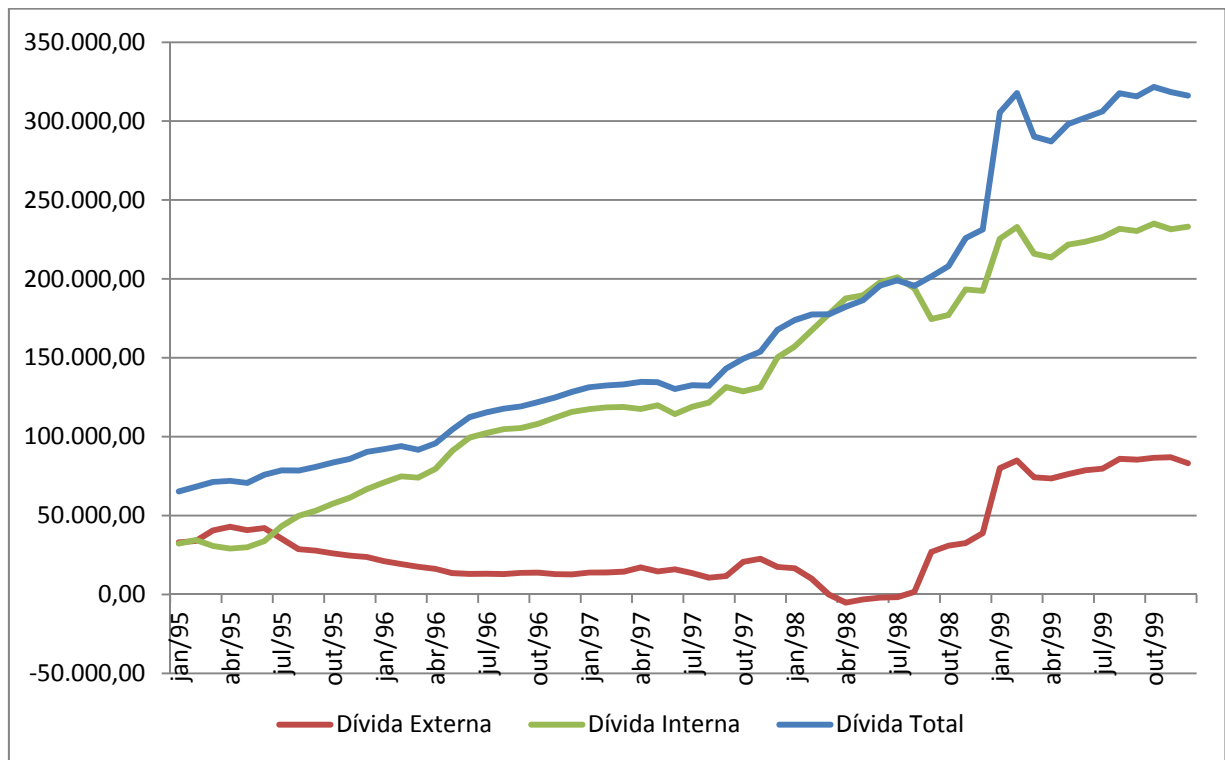
Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1995-dez/1998).

Assim, a análise dos efeitos da eclosão da crise na Ásia é compatível com o fato de que as transações correntes passaram de um saldo negativo de US\$ -2.406,60 milhões de setembro 1997 para US\$ -3.805,10 milhões em outubro de 1997, uma variação de 58,1%. É nítido que a variação acentuada das transações correntes brasileiras acarretou um aumento na taxa de juros para atração de capital de curto prazo (especulativo) para financiar esse déficit.

### 4.3 CONJUNTURA INTERNA

Em consequência das medidas tomadas pelas autoridades governamentais no decorrer da crise asiática, a dívida líquida do setor público foi afetada. O acentuado aumento na taxa de juros impactou na elevação da dívida. Para isso, o gráfico 8 ilustra a trajetória da dívida líquida interna, externa e total do setor público.

**Gráfico 8 - Dívida Líquida do Setor Público - Saldos em u.m.c. milhões – Governo Federal e Banco Central - (jan/1995-out/1999)**



Fonte: elaborado pelo autor com base em dados do Banco Central do Brasil (jan/1995-out/1999).

De setembro a dezembro de 1997, quando o Leste da Ásia entrou em crise, a variação foi de 4,93%. No entanto, a crise teria um efeito posteriormente. De setembro de 1997, quando se iniciou a turbulência na Ásia, até dezembro de 1998, a variação foi de 46,4%. Isso se deve à atuação do governo, em meio à crise, aumentando a taxa de juros e rolando a dívida pública. Em respeito à dívida total, no ano de 1997, quando a crise começou, esta não apresentou uma elevação considerável. Porém, no final de 1998 em comparação com setembro de 1997, a alteração foi de 61,5%. Ou seja, a crise Asiática possivelmente teve consequências posteriores na dívida total do setor público. Isso é nítido pela elevação das



dívidas interna e externa, embora a dívida externa tenha tido uma acentuada elevação de julho a dezembro de 1998.

Por fim, é necessário analisar os dados da dívida pública em relação ao PIB. De acordo com a tabela 2 abaixo, a dívida do setor público em proporção do PIB sofreu algumas variações no decorrer da crise no Leste da Ásia. Entre os anos de 1996 a 1998, a dívida interna diminuiu e depois aumentou, enquanto que a dívida externa teve uma trajetória ascendente. A dívida total também nesse intervalo sofreu aumentos sucessivos, embora, no ano de 1998 a elevação foi substancial em relação aos anos anteriores. Essa elevação da dívida em relação ao PIB se deve ao fato de que a crise Asiática causou um aumento da dívida interna brasileira e uma queda no nível de atividade econômica como foi mostrado nos gráficos acima.

**Tabela 2 - Dívida Líquida do Setor Público (%PIB)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida Interna	17,6	21,8	27,0	26,7	31,8	32,7
Dívida Externa	8,4	5,5	3,9	4,3	6,3	9,9
Dívida Total	26,0	27,3	30,9	31,0	38,1	42,6

Fonte: elaborado pelo autor com base em (GIAMBIAGI; AVERBUG, 2000, pag. 12).

#### 4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por fim, depois da ilustração de dados macroeconômicos descritivos podemos fazer algumas considerações finais. Analisando os gráficos e a tabela acima, é visível que entre os anos de 1996 a 1998 as variáveis macroeconômicas sofreram modificações. Ou seja, a crise na Ásia possivelmente impactou na economia brasileira. As possíveis causas são descritas abaixo.

A crise de confiança nos mercados emergentes, que gerou forte fuga de capitais na Ásia, atingiu o Brasil, sendo nitidamente visto na conta financeira (gráfico 2). Da mesma forma, simultaneamente, o Brasil perdeu as reservas internacionais (gráfico 4). Consequentemente, a taxa de juros (gráfico 3) que tinha uma trajetória constante, foi

acentuadamente elevada para conter essa saída de capital, ampliar as reservas internacionais que estavam caindo e gerar credibilidade para o país que atravessava seu plano de estabilização econômica. Foi devido a esse plano que o Brasil teve uma leve desvalorização da taxa de câmbio. Em respeito à balança comercial e transações correntes, a crise na Ásia não afetou diretamente em um primeiro momento, mas poderia explicar a queda as exportações e importações no período seguinte.

Entretanto, a crise Asiática acarretou posteriormente uma deterioração das contas públicas brasileira. Como resultado do expressivo aumento da taxa de juros a dívida pública interna e externa aumentou, provocando a inevitável elevação na dívida pública total (gráfico 8). O Leste Asiático, também, teve impacto na queda do nível de atividade econômica.

Por conseguinte, a crise Asiática, apesar de não ter comprometido o andamento do plano de estabilização do governo, principalmente por não afetar o câmbio, mostrou que o Brasil se encontrava vulnerável a ataques especulativos.

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como principal objetivo compreender os possíveis efeitos sobre a economia brasileira das crises cambiais na Ásia. Também foram discutidos os modelos de crise cambial e os principais aspectos da crise no Leste da Ásia.

Desta forma, a discussão teórica sobre os modelos convencionais de crise cambial foi importante. Foram analisados os três modelos (de primeira, segunda e terceira geração). Conforme explicados no trabalho, os modelos de crises cambiais são escritos de acordo com a causa das crises. Foram descritas também, em termos históricos, crises inflacionárias e crises no câmbio, podendo se analisar como os países que tiveram altas taxas de inflação estavam propensos a crises cambiais.

O trabalho em um segundo momento abordou a crise Asiática. Por meio de base teórica, foi descrito como o Pacífico Asiático sofreu uma das maiores crises financeiras e cambiais da sua história. A interpretação da crise incluiu aspectos financeiros, fluxos de capitais, choques externos, risco moral e pânico financeiro. Foi discorrido que os países Asiáticos tiveram na fragilidade do sistema financeiro a principal causa da crise, apesar de existirem outras interpretações. O trabalho acredita que o pânico financeiro é mais convincente como explicação. Além disso, a crise Asiática mostrou que a crescente mobilidade de capitais é o principal fator para a destruição das taxas de câmbio fixas.

O presente estudo teve ainda como contribuição uma análise da economia brasileira no decorrer da crise. Foram analisados diversos indicadores para se diagnosticar quais os possíveis efeitos que a crise no Leste Asiático provocou no Brasil. Devido ao tamanho da crise, foi visto que as autoridades tiveram que tomar algumas providências, e algumas variáveis sofreram bruscas variações em um curto espaço de tempo, como por exemplo, a taxa Selic, a conta financeira e as reservas internacionais.

Ou seja, o trabalho procurou mostrar os efeitos das crises cambiais. Como consequência da globalização, o encurtamento geográfico entre os países deixaram as nações mais interdependentes, deixando-as também em uma situação de maior vulnerabilidade às crises. No mundo contemporâneo, onde o capital financeiro circula rapidamente entre os países, é extremamente importante ter solidez no sistema financeiro. A crise na Ásia mostrou que a falta de regulamentação no sistema bancário, associada a garantias governamentais, gera excesso de ingresso de fluxos de capital, que no primeiro sinal de pânico financeiro convergem para outras economias que tenham moeda com liquidez internacional, em um comportamento de manada. Diante disso, o estudo sugere que liberalização financeira, alta

mobilidade de capital e desregulamentação financeira alinhada à taxa de câmbio fixa geram crises. No caso da economia brasileira, é destacado que apesar do ataque as suas reservas, em consequência da crise de confiança que a Ásia transmitiu, o Brasil conseguiu se defender não sofrendo uma crise cambial e mantendo sua estabilidade de preços, ainda que a um custo fiscal elevado.

## REFERÊNCIAS

- ALVES JÚNIOR, Antonio J.; FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luz Fernando de. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luz Fernando de (Org.). **Globalização financeira**: ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 369-401.
- AVERBUG, André; GIAMBIAGI, Fabio. **A crise brasileira de 1998/1999**: origens e consequências. Rio de Janeiro, maio 2000. (Textos para Discussão, 77).
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Séries temporais**. Brasília, 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?serietemp>>. Acesso em: 16 nov. 2014.
- CANUTO, Otaviano. A crise asiática e seus desdobramentos. **Econômica**, [S.l.], n. 4, p. 25-60, dez. 2000. Disponível em: <[www.researchgate.net/...A\\_crise\\_asitica.../0912f50ee438497b4c000000](http://www.researchgate.net/...A_crise_asitica.../0912f50ee438497b4c000000)>. Acesso em: 20 out. 2014.
- CUNHA, André Moreira. A crise asiática: para além das explicações convencionais. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 159-187, 1999. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1954/2331>. Acesso em: 06 nov. 2014
- CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela Magalhães. Instabilidade e Crises nos Anos 90: a reação conservadora. *Econ. Ensaio*, Uberlândia, 15(2): 151-187, jul./ 2001. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/1197>>. Acesso em: 05 dez. 2014.
- EICHENGREEN, Barry J. **A Globalização do Capital**: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: 34, 2000.
- FERRARI FILHO, Fernando; CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível?. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 11, n. 1, jul 2001. Disponível em: <http://www.face.ufmg.br/novaeconomia/sumarios/v11n1/FERNANDO.PDF>. Acesso em: 16 nov. 2014.
- FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luz Fernando de. Apresentação. In: \_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. (Org.). **Globalização financeira**: ensaios de macroeconomia aberta. Petrópolis: Vozes, 2004. p. 9-28.
- FLIGENSPAN, Flávio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 26, n. 1, p. 102-143, 1998. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/article/view/1219/1573>>. Acesso em: 05 nov. 2014.
- PRATES, Daniela Magalhães. Resenha Crítica: A Literatura Convencional Sobre Crises Financeiras nos Países “Emergentes”: os modelos desenvolvidos nos anos 90. *Est.Econ.*, São

Paulo, v. 35, n.2, p. 359-385, abr./jun. 2005. Disponível em:  
<<http://www.revistas.usp.br/ee/article/view/35846>>. Acesso em: 08 dez. 2014.

REINHART, Carmen M; ROGOFF, Kenneth S. **This is Time is Different**: eight centuries of financial folly. Princeton, Princeton University, 2009.

SILVA, Maria Luiza Falção. Plano Real e Âncora Cambial. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3 (87), jul./set. 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-1.pdf>>. Acesso em: 15 nov. 2014.

## APÊNDICE A - BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- BERGSTEN, F. The new Asian Challenge. Institute for International Economics, working paper 00-4, March. (2000).
- CANUTO, O. Brasil e Coréia do Sul: os (des)caminhos da industrialização tardia. São Paulo: Nobel. (1994a).
- CANUTO, O & LIMA, G.T “Crises bancárias, redes de segurança financeira e regimes de currency board em economia emergentes”, Revista Econômica do Nordeste, v. 30, n. especial, dez., pp. 896-914. (1999a).
- CANUTO, O & LIMA, G.T. Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. Texto para discussão 76, IE- Unicamp, jul. (1999b).
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- CHANG, R. “Understanding recent crises in emerging markets”, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2º trim., pp. 6-16. (1999).
- CHANG, R & VELASCO, A. Financial fragility and the exchange rate regime. NBER Working Paper 6606, June. (1998a).
- CHANG, R & VELASCO, A. Financial crises in emerging markets, NBER Working Paper 6606, June. (1998b).
- CHANG, R & VELASCO, A. The Asian liquidity crisis, NBER Working Paper 6796, Nov. (1998c).
- CHWDHRY, B & GOYAL, A. “Understanding the financial crisis in Asia”, Pacific-Basin Finance Journal, v. 8, pp. 135-152. (2000).
- CORSETTI, G., PESENTI, P. & ROUBINI, N. Paper tigers? A preliminary assessment of the asian crisis. In: SEMINAR ON MACROECONOMICS (ISOM), Lisboa. [**Anais...**]. Lisboa: NBER-Bank of Portugal. Mimeo. 1998.
- CORSETTI, G., PESENTI, P. & ROUBINI, N. What caused the Asian currency and financial crisis? I. A macroeconomic overview, New York University, (1998).  
<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisispdf>.
- CUNHA, Andre Moreira. O pacífico asiático: da integração econômica de 80 e 90 para à crise financeira. **Economia e Tecnologia**, Campinas: IEES. V.1, n.2, p. 4-22, abr/jun. 1998.
- DOOLEY, M. A model of crises in emerging markets. NBER Working Paper 6300, Dec. (1997).
- DYMSKI, Gary. “Bubble economy” and financial crisis in east Asian and California: a spatialized minsky perspective. Riverside: University of California/Department of economy. (mimeo). 1998.

FURMAN, J & STIGLITZ, J.E. “Economic crises: evidence and insights from East Asia”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n.2, pp. 1-114. (1998).

HAHM, J-H. & MISHKIN, F.S. Causes of the Korean financial crisis: lessons for policy. NBER Working Paper 7483, Jan. (2000).

IDEA. Currency crises and contagion aftershocks: how, why and what next? January, 1998.

ITO, T. Capital flows to Asia. NBER Working Paper 7134, May. (1999).

KRUGMAN, P. “What happened to Asia?”, Working Paper, MIT, Cambridge, Jan. (<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER/html>). (1998).

OBSTFELD “The logic of currency crises”, *Cabiers Economiques et Monetaires*, n.43, pp. 189-213. (1994).

RADALET, S; SACHS, J. “The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 1-74. (1998).

SHIN, Inseok e HAHM, Joon-Ho. The Korean crisis – causes and resolution. Artigo apresentado na East-West Center/Korea Development Institute Conference on the Korean Crisis, Honolulu, Agosto 8, 1998.

WHITT, J. “The role of external shocks in the Asian financial crisis”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2<sup>a</sup>trim., pp. 18-31. (1999).