

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,  
ATUÁRIA E CONTABILIDADE  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A CRISE ASIÁTICA NO CONTEXTO  
DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

JOÃO REBOUÇAS JÚNIOR

FORTALEZA, FEVEREIRO, 1999

98-2

# A CRISE ASIÁTICA NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

JOÃO REBOUÇAS JÚNIOR

Orientador: FRANCISCO DE ASSIS SOARES

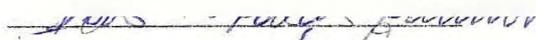
Monografia apresentada à  
Faculdade de Economia,  
Administração, Atuária e  
Contabilidade, para obtenção  
do grau de Bacharel em  
Ciências Econômicas

FORTALEZA - CE  
1999

Esta monografia foi submetida à Coordenação do Curso de Ciências Econômicas, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

Média

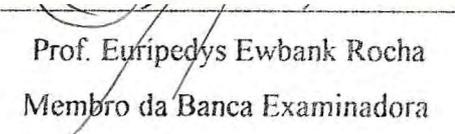
  
João Rebouças Júnior,

Nota

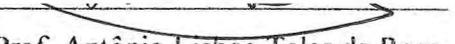
  
Prof. Francisco de Assis Soares

Prof. Orientador

Nota

  
Prof. Euripedys Ewbank Rocha  
Membro da Banca Examinadora

Nota

  
Prof. Antônio Lisboa Teles da Rosa  
Membro da Banca Examinadora

Monografia aprovada em 23 de Fevereiro de 1999.

## RESUMO

Este trabalho analisa a crise cambial asiática desencadeada em fins de 1997 e os efeitos desta sobre as principais economias mundiais. A análise centra-se na globalização econômica em nível mundial, onde aponta-se o processo de globalização financeira como um dos principais determinantes da vulnerabilidade das economias de diversos países a choques externos, principalmente em virtude dos sempre operantes canais especulativos. Conclui-se que as flutuações observadas no Sudeste Asiático aparecem mais como um sintoma do que como uma causa da crise financeira, uma vez que esta é aqui entendida como o resultado da extraordinária mobilização de recursos externos pelos chamados intermediários financeiros que, além de serem mal regulamentados, estavam sujeitos ao problema do "risco moral" presente na intermediação financeira, bem como da superprecificação dos ativos que compunham a garantia destes investimentos. Por fim, mostra os efeitos imediatos da crise sobre a economia brasileira, destacando a sua fragilidade a choques externos, tanto em virtude da forte dependência de recursos externos, como em face dos desequilíbrios das contas do setor público e, por conseguinte, da insuficiência de geração de poupança pública.

## SUMÁRIO

|   |    |
|---|----|
| 1. INTRODUÇÃO.....  | 1  |
| 2. O FENÔMENO DA GLOBALIZAÇÃO.....  | 3  |
| 2.1 Observações Iniciais.....   | 3  |
| 2.2 A Globalização sob o ponto de vista econômico.....  | 7  |
| 3. A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE ASIÁTICA.....  | 13 |
| 3.1 A Evolução dos Movimentos Financeiros Internacionais e as suas Peculiaridades .....             | 13 |
| 3.2 O Capital Especulativo e a Crise Asiática.....  | 18 |
| 3.2.1 Observações Relevantes.....   | 18 |
| 3.2.2 O colapso asiático e as suas especificidades .....  | 23 |
| 3.2.3. A análise de Krugman: o problema do "risco moral" envolvido na intermediação financeira..... | 27 |
| 4. A RESPOSTA BRASILEIRA AOS EFEITOS DA CRISE ASIÁTICA.....   | 39 |
| 5. CONCLUSÃO .....  | 51 |
| 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....  | 67 |

## I. INTRODUÇÃO

O objetivo principal deste trabalho é fornecer alguma luz para a compreensão da tão propalada crise cambial asiática e os seus desdobramentos, desde a queda da bolsa de Hong Kong no “Outubro Negro” de 1997, que se prolongava até o presente momento sobre as diversas economias mundiais.

A crise asiática e o seu impacto a nível mundial é enfocada aqui no contexto da “nova ordem internacional”, isto é, no contexto da, não menos propalada, globalização financeira. Entretanto, como vê-se logo no capítulo inicial, faz-se algumas considerações acerca do que chamamos de “fenômeno da globalização” com o intuito de ressaltar que trata-se de um tema de caráter multidisciplinar e que, portanto, pode ser focado sob diversas óticas.

Por questões metodológicas, dividiu-se este trabalho monográfico em três capítulos.

No primeiro capítulo, além das já mencionadas considerações sobre o seu caráter, alude-se ao tema da globalização procurando, inicialmente, descrever as mudanças na ordem política e econômica no novo contexto mundial e algumas das novas características que norteiam o uso generalizado do neologismo globalização. Em seguida, trata-se este tema sob o enfoque estritamente econômico, revisando os significados do conceito sob diversas perspectivas: financeira, produtiva, comercial, institucional e de política econômica.

No segundo capítulo, o qual considera-se o capítulo central (não apenas literalmente) deste trabalho, faz-se referência especificamente à globalização financeira e a sua relação com o panorama da crise asiática. A discussão envolve a evolução dos movimentos financeiros internacionais e as suas peculiaridades; o papel desempenhado pela especulação financeira sobre o colapso das economias asiáticas; e, por fim, apresenta-se uma análise do economista norte-americano Paul Krugman, onde procura-se relacionar no nosso tema, a tese do “risco moral” envolvido na intermediação financeira, sobre a qual o referido economista, como vai-se mostrar, formulou um pequeno modelo estilizado que, embora utilize algumas simplificações, guarda alguma semelhança com os acontecimentos observados nas economias do continente asiático.

Finalmente, no terceiro e último capítulo, procura-se analisar os efeitos da crise asiática sobre a economia brasileira, enfatizando a fragilidade da economia nacional a choques externos, como bem mostraram estes acontecimentos recentes e que forçaram a realização de ajustes de emergência para que o governo brasileiro, meio a crise, pudesse, até agora, assegurar a estabilidade cambial. Para encerrar a discussão, procura-se identificar os

elementos que tornam a economia vulnerável e qual o rumo que esta deverá seguir após os acontecimentos recentes, i.e., os últimos ataques especulativos lançados à moeda nacional. No mais, deixou-se para a parte conclusiva algumas sugestões mais pessoais.

Ainda com relação ao terceiro capítulo, ressalta-se que em virtude deste trabalho ter sido concluído em fins de setembro de 1998, este não contempla os acontecimentos recentes na economia brasileira, i.e., a desvalorização cambial, bem como o fato do país ter recorrido à ajuda externa via Fundo Monetário Internacional que, por sua vez, passou a exigir do governo brasileiro uma série de medidas macroeconômicas para que o aporte de recursos fosse possível. Enfim, embora houvesse a iminência de crise cambial no Brasil, ela ainda não havia sido instaurada no período em que se desenvolveu este trabalho.

## 2. O FENÔMENO DA GLOBALIZAÇÃO

### 2.1 Observações Iniciais

Nas últimas décadas, o “processo de globalização” passou a ser uma expressão comum na literatura corrente e nos demais veículos de comunicação com os quais costumamos conviver diariamente. O termo globalização constitui-se numa referência a um fenômeno de percepção universal, uma vez que pode ser facilmente identificado através desse neologismo de uso generalizado.

Observa-se, nesse período, a ocorrência de um conjunto de transformações na ordem política e econômica a nível mundial. O ponto central da mudança, e principal característica desse novo processo, é a integração dos mercados numa espécie de “aldeia global”, geralmente exploradas pelas grandes corporações internacionais que movimentam trilhões de dólares. Por sua vez os Estados abandonam gradativamente as barreiras tarifárias para proteger sua produção da concorrência dos produtos estrangeiros e abrem-se ao comércio e ao capital internacional. Esse mercado de consumo a nível global tem como um importante elemento propulsor a explosão tecnológica verificada neste período, caracterizada por investimentos crescentes nas áreas de pesquisa e desenvolvimento, onde o objetivo central é ser competitivo em um mercado onde são lançados, de maneira constante produtos cada vez mais elaborados e que exigem mão-de-obra com alta qualificação técnica. O setor de serviços, é bom ressaltar, acompanha o mesmo ritmo dos demais setores produtivos. Há quem atribua ao desenvolvimento e à velocidade das informações a principal responsabilidade pelo surgimento dessa “nova ordem internacional”. Não é possível precisar, entretanto, se o fenômeno da globalização é apenas mais fortemente impulsionado por este fato, pois como afirma BAUMANN (1995.p.33) “é preciso especificar a um nível mais elaborado as relações de causalidade”. Reconhece-se apenas que muitos são os significados atribuídos ao fenômeno, uma vez que o impacto desse processo se faz sentir em diversas áreas. Sabemos, entretanto, que nessa “aldeia global” as fontes de informação, devido ao alcance mundial e a crescente popularização de canais de televisão e da Internet, por exemplo, convergem para um maior grau de uniformização. Isso faz com que os desdobramentos da globalização ultrapassem os limites da economia e comecem a provocar uma certa homogeneização cultural entre os países.

Afirma-se, no início dessa seção, que os mercados integrados nessa chamada “aldeia global” são explorados por grandes corporações internacionais. É a expansão mundial dessas grandes corporações um dos fatores que marcam esse processo de globalização. A cadeia de fast food Mc Donald’s, por exemplo, possui por volta de 18 mil restaurantes espalhados em 91 países. Essas corporações exercem um papel decisivo na economia mundial. Segundo pesquisa do Núcleo de Estudos Estratégicos da Universidade de São Paulo, em 1994 as maiores empresas do mundo (Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, General Motors, Marubeni, Ford, Exxon, Nissho e Shell) obtêm um faturamento de 1,4 trilhão de dólares. Para se ter idéia do que esse valor representa, ilustra-se que é correspondente à soma dos PIB’s do Brasil, México, Argentina, Chile, Colômbia, Peru, Uruguai, Venezuela e Nova Zelândia. Outro ponto importante desse processo, como já se disse, são as mudanças significativas que ocorrem no modo de produção das mercadorias. Auxiliadas pelas facilidades na comunicação e nos transportes, as empresas transnacionais instalam suas fábricas em qualquer lugar do mundo onde obtenham melhores vantagens em termos econômicos entre estas, vantagens fiscais, mão-de-obra e matérias-primas baratas, enfim, o que representar redução de custos, e não apenas custo de produção, dado que a competitividade entre diversas regiões ou países passa a ser cada vez mais dependente de prover baixos custos de transação, que as vezes tornam-se mais relevantes do que os custos de produção. Aliás, essa redução de custos é um dos fortes indicadores de competitividade. Essa tendência leva a uma transferência de empregos dos países ricos – que possuem altos salários e inúmeros benefícios- para as nações industriais emergentes, como aconteceu, por exemplo, com os Tigres Asiáticos. O resultado desse processo é que, atualmente, grande parte dos produtos não têm mais nacionalidade definida. Um automóvel de marca norte-americana pode conter peças fabricadas no Japão, ter sido projetado na Alemanha, montado no Brasil e vendido no Canadá.

Tinha-se ressaltado antes que, em face a grande concorrência internacional, que também constitui-se numa das principais características desse processo de globalização, as empresas se vêem obrigadas a reduzir cada vez mais os seus custos, objetivando obter preços menores e qualidade alta para os seus produtos. Nessa reestruturação estão sendo eliminados vários postos de trabalho, tendência que é chamada de desemprego estrutural. A automação de vários setores, em substituição à mão-de-obra, serve para ilustrar o caso, e pode ser apontada como uma causa do desemprego estrutural. Hoje é comum observar-se, de modo cada vez mais freqüente, caixas automáticos tomando o lugar dos caixas nos bancos, fábricas robotizadas dispensando operários, escritórios informatizados prescindindo datilógrafos e

contadores, etc. Nos países ricos, esse tipo de desemprego também é causado pelo deslocamento de grandes fábricas para países que possibilitam melhores vantagens em termos comparativos. As manifestações que vêm ocorrendo nesses países por parte de um vasto segmento de trabalhadores como as realizadas recentemente por parte dos funcionários da General Motors nos E.U.A, bastante noticiada pela imprensa, confirmam tal realidade.

O fim de milhares de empregos, no entanto, é acompanhado pela criação de novos postos de trabalho. Novas oportunidades surgem, por exemplo, na área de informática, com o surgimento de um novo tipo de empresa as de “inteligência intensiva”, que se diferenciam das de capital e das de mão-de-obra intensivos. No Boletim Mundo, de março de 1996, consta que empresas como a IBM, por exemplo, empregava já em 1990, 400 mil pessoas, contudo, desse total, somente 20 mil produziam máquinas. O restante estava envolvido em áreas de desenvolvimento de outros computadores - hardware e software - , bem como em gerenciamento e marketing. Entretanto, embora haja esse novo mercado de trabalho, a previsão é de que ele dificilmente absorverá o contingente de trabalhadores excluídos, uma vez que os empregos emergentes exigem um elevado grau de qualificação profissional. Dessa forma, observa-se que o desemprego tende a se concentrar nas camadas menos favorecidas, que são justamente aquelas que apresentam baixo nível de instrução escolar e, portanto, pouca qualificação para se encaixar nesse novo mercado de trabalho

A formação de blocos econômicos, atuando de forma conjunta no mercado internacional (Ver Quadro 1), também constituiu-se num importante aspecto para a instauração dessa “nova ordem internacional”. Os países, geralmente de uma mesma região geográfica, foram se associando, passando a estabelecer relações privilegiadas entre si. Um dos aspectos mais importantes constitui-se na redução ou eliminação das alíquotas de importações, com vistas à criação de zonas de livre comércio. Os blocos aumentam a interdependência dos países membros. Assim, uma crise no México, por exemplo, como a que ocorreu em 1994, afeta os E.U.A. e o Canadá – os outros países membros do Acordo de Livre Comércio da América do Norte (Nafta)<sup>1</sup>.

O primeiro bloco econômico aparece na Europa, com a criação, em 1957, da Comunidade Econômica Européia (embrião da atual União Européia). Entretanto, a tendência de regionalização da economia só é fortalecida nos anos 90 com o desaparecimento de um dos dois grandes blocos da Guerra Fria, liderados pelos Estados Unidos e a antiga União das Repúblicas Socialistas Soviéticas, que estimulou a formação de zonas independentes de livre-

<sup>1</sup> Ver: Blocos Econômicos. INTERNET. Em [www.liceuasabin.br](http://www.liceuasabin.br)

comércio, um dos processos de globalização. Atualmente, os blocos econômicos mais importantes são: o, já citado, Acordo de Livre Comércio da América do Norte (Nafta), a União Européia (UE), o Mercado Comum do Sul (MERCOSUL), a Corporação Econômica da Ásia e do Pacífico (Apec) e, em menor grau, o Pacto Andino, a Comunidade do Caribe e Mercado Comum (Caricom), a Associação das Nações do Sudeste Asiático (Asean), a Comunidade dos Estados Independentes (CEI) e a Comunidade da África Meridional para o Desenvolvimento (SADC). No plano mundial, as relações comerciais entre países são reguladas pela Organização Mundial de Comércio (OMC) que substituiu o Acordo Geral de Tarifas e Comércio (GATT), criado em 1947. A organização vem promovendo o aumento no volume de comércio internacional por meio da redução geral de barreiras alfandegárias. Esse movimento é acompanhado, no entanto, pelo fortalecimento dos blocos econômicos, que buscam manter maiores privilégios aos países-membros.

Quadro 1

| PRINCIPAIS BLOCOS ECONÔMICOS |                           |                                |                                      |                          |                    |
|------------------------------|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------|--------------------|
| Blocos                       | Integrantes               | PIB Total<br>(Milhões de US\$) | População Total<br>(Milhões de Hab.) | PIB per<br>capita (US\$) | Data de<br>Criação |
| Asean                        | 7 países                  | 541.075                        | 429,00                               | 1.261,25                 | 1967               |
| Apec                         | 17 países e 1 território  | 14.119.450                     | 2.217,00                             | 6.368,72                 | 1989               |
| Caricom                      | 12 países e 3 territórios | 16.135*                        | 5,82                                 | 2.772,34                 | 1973               |
| Mercosul                     | 4 países                  | 859.874                        | 207,70                               | 4.139,98                 | 1991               |
| Nafta                        | 3 países                  | 7.568.082                      | 391,10                               | 19.356,76                | 1988               |
| Pacto<br>Andino              | 5 países                  | 197.662                        | 101,50                               | 1.947,41                 | 1969               |
| UE                           | 15 países                 | 7.324.381                      | 372,40                               | 19.668,05                | 1957               |
| SADC                         | 11 países                 | 145.950                        | 137,20                               | 1.063,78                 | 1979               |
| CEI                          | 12 países                 | 550.989                        | 285,00                               | 1.933,29                 | 1991               |

Fonte: Banco Mundial, Fundo das Nações Unidas para população.

\*Excluídas as ilhas Virgens Britânicas e as ilhas Turks e Caicos

Em suma, podemos dizer que a globalização ou mundialização, constitui-se num neologismo usado para conceituar um fenômeno identificado pelo crescimento da interdependência de todos os povos e países da superfície terrestre decorrente da integração

dos mercados em nível mundial. Alguns autores falam, como assinala BARBOSA (1997), em “aldeia global”, pois parece que “o planeta está ficando menor e todos se conhecem”. A globalização é a revolução do fim do século e, com ela, a conjuntura social e política passa a ser cada vez menos importante na definição de investimentos. O indivíduo passa a ser uma engrenagem da corporação. Os países precisam se ajustar, de forma crescente, para permanecerem competitivos numa economia global.

Observando de maneira lógica, pode-se também concluir que o fenômeno da globalização está associado a uma aceleração do tempo. Tudo muda mais rapidamente hoje em dia. Os deslocamentos também se tornam mais rápidos. Ainda, segundo BARBOSA (1997), o processo de globalização constitui-se num “processo de aceleração capitalista que ocorre num ritmo jamais visto”, em que o produtor vai comprar matéria-prima em qualquer lugar onde ela seja melhor e mais barata - a tônica é produtos cada vez mais elaborados envolvendo menores custos financeiros -. No século XVIII foi a máquina a vapor. Neste fim do século XX, o motor da nova revolução é a tecnologia, o aperfeiçoamento dos transportes e das comunicações. A tecnologia sempre se alterou, porém, nunca tão depressa. A difusão internacional da notícia, a industrialização e o consumidor são elementos essenciais do processo de globalização. Por qualquer ângulo que olhemos, percebemos que cada indivíduo vive hoje numa sociedade mundial. As pessoas se alimentam, se vestem, moram, são transportadas, se divertem, por meios de bens e serviços mundiais, utilizando mercadorias produzidas pelo capitalismo mundial, com empresas que operam em todos os países, podem produzir bens, serviços e comunicação impensáveis há apenas cinquenta anos.

Para finalizar esta seção, ressaltamos que o processo de globalização, por sua própria lógica, afeta diversos aspectos das relações sociais, podendo, por esta razão, ser caracterizado sob diversas óticas. Contudo, o nosso objetivo aqui é abordar o tema sob um ponto de vista estritamente econômico e sem a preocupação de fornecer um conceito novo ao fenômeno, embora reconheçamos, como aponta BAUMANN (1996) que “o termo globalização compreende, de fato uma variedade de fenômenos”. Sendo assim, na seção seguinte deste capítulo, esforçar-se-á para analisar o fenômeno da globalização sob uma perspectiva econômica.

## **2.2 A Globalização sob o ponto de vista econômico.**

Para alguns autores o processo de globalização está mais intimamente associado à questão da chamada “financeirização” do capital produtivo mundial.

Inicialmente, ocorre a fusão de diversos grupos de diversos países, que adquirem o status de parceiros, objetivando a crescente busca de vantagens que tornem possível a manutenção destes num mercado cada vez mais integrado em nível mundial. Isto se traduz na tentativa de obterem valores adicionais neste mercado caracterizado por um elevado grau de competitividade, o que requer continuamente, dada a velocidade das transformações que ocorrem no cenário econômico internacional, ajustes que tornem possível as reduções de custos financeiros, sejam aqueles custos de produção quanto os de transação que, como já mencionamos, são até mais relevantes que os primeiros e que tendem a eliminar postos de trabalho com baixa qualificação técnica. Por sua vez, a explosão tecnológica acelerada é acompanhada pela criação de novos mercados de consumo. Os lucros auferidos por esses gigantes transnacionais tem sido destinados, na sua maior parte, para investimentos que se realizam nas principais Bolsas de Valores do mundo ou servirão para dar prosseguimento às megafusões. Segundo dados do Banco Mundial, o volume de recursos espalhados em aplicações nas Bolsas, mundo afora, atingem o patamar de 57 trilhões de dólares, o que corresponde a um montante mais de sete vezes superior ao produto bruto dos E.U.A que, atualmente, é de cerca de 8 trilhões de dólares.

Segundo BAUMANN (1996), se analisarmos o processo de globalização sob uma perspectiva estritamente financeira, a um maior grau de globalização correspondem, de forma simultânea:

- a) um aumento do volume de recursos;
- b) um aumento da velocidade de circulação desses recursos;
- c) a interação dos efeitos desse aumento de volume de recursos e o aumento de sua velocidade de circulação sobre as diversas economias.

Cabe aqui, portanto, procurar-se analisar as implicações dessa integração financeira em nível internacional. Ainda segundo o referido autor, essas implicações têm gerado alguma controvérsia. Isto é, se por um lado, esses movimentos podem ser apreciados positivamente, ou seja, podem ser entendidos como a superação de barreiras que até há pouco tempo eram impostas ao movimento de capitais em nível internacional, dadas as regulamentações nacionais que prevaleciam; por outro lado, podem suscitar um efeito contrário, ao despertarem temores de que essa mobilidade crescente possa alimentar movimentos especulativos em grande escala, elevando os riscos de diversas naturezas para as diversas economias. O que aconteceu recentemente com os Tigres Asiáticos e disseminou-se pela Ásia, o caso da Rússia e do Japão apontam no sentido deste último aspecto. Mas, por hora,

deixaremos esta questão será posta de lado, para depois ser discutida com mais profundidade nos capítulos seguintes.

Todavia, a realidade tem nos mostrado que - mesmo de um ponto de vista estritamente econômico - o tema da globalização deve ser analisado de forma mais ampla, uma vez que compreende a uma variedade de fenômenos. O conceito deve ter revisados os seus significados sob outras perspectivas, considerando que os seus efeitos não recaem apenas sobre a esfera financeira, mas produzem mudanças em outros setores da economia, tais como o setor produtivo, o comercial, o institucional e de política econômica, conforme verificaremos a seguir.

O processo de globalização, encarado sob uma perspectiva comercial, evidencia, ao mesmo tempo, uma crescente semelhança nas estruturas de demanda e uma crescente homogeneidade da estrutura de oferta nas diversas economias. O que tem possibilitado - e isto é consenso entre vários autores -, entre outras coisas, a apropriação de ganhos de escala, principalmente pela exploração das vantagens comparativas; a uniformização de técnicas produtivas e administrativas (onde há forte contribuição da evolução no sistema de comunicações e informações em geral); e finalmente, a redução do ciclo do produto, ao mesmo tempo que gera novas formas de competição. A competição muda o seu eixo focal, a concorrência em termos de produto cede lugar à concorrência em termos de tecnologia de processos. Um dos aspectos que observamos e, que decorre dessa competição na fronteira tecnológica, é a elevação dos gastos das empresas em pesquisa e desenvolvimento de produtos, além disso, torna-se cada vez mais necessária a existência de mecanismos de consulta freqüente a clientes, tanto para a provisão de assistência técnica como para adaptações da linha de produção. Em suma, a competição que antes se restringia no interior dos mercados domésticos, passa a ocorrer em escala mundial, com as empresas freqüentemente reestruturando sua atividade em termos geográficos, e sendo beneficiadas tanto pelas vantagens comparativas existentes em cada país como pelo próprio nível de competitividade de cada empresa.

NAKANO (1994) assinala que "...as diversas rodadas de negociações multilaterais, ao reduzirem as barreiras comerciais e de outros tipos (como as regulamentações de compras dos governos, propriedade intelectual, etc.) contribuem para estimular a globalização comercial".

A globalização, revisado o seu significado sob a ótica do setor produtivo, por sua vez, aponta para uma convergência das características do processo produtivo nas diversas economias. Também de acordo com BAUMANN (1996), essa convergência se traduz, entre

outros aspectos, na semelhança de técnicas produtivas adotadas, de estratégias administrativas - atualmente as estratégias das empresas são guiadas, em geral, pelas vantagens adicionais que se pode obter com o movimento de seus capitais, e, não simplesmente pelas suas disponibilidades de recursos -, e de métodos de organização do processo produtivo, etc.

Os efeitos da globalização sobre a estrutura produtiva, no entanto, têm gerado alguma polêmica. Há argumentos no sentido de que o processo de globalização pode estimular a consolidação de oligopólios em escala mundial. Entretanto, a evidência disponível aponta para um sentido oposto a essa tendência à concentração por empresa. Em OCDE e UNCTAD (1993), por exemplo, o argumento é que “a globalização é definida a partir do processo produtivo”. Essa argumentação baseia-se no fato de as empresas utilizarem-se com frequência de instrumentos para facilitar o ingresso em mercados específicos, assim como para terem ampliados os seus acessos às tecnologias, bem como para compartilhar riscos e custos financeiros. Nesse sentido, essas empresas recorrem ao uso constante de acordos cooperativos entre elas. Isto, segundo àqueles que abraçam esta tese, tem permitido que uma fração crescente do valor produzido seja gerado a partir de estruturas de oferta interligadas. Prosseguindo com a análise, pode-se supor que as empresas transnacionais – que constituem o núcleo dessas estruturas de oferta – seriam aquelas que teriam as melhores condições para se apropriarem dessa cadeia de valor adicionado. Isto nos levaria a crer, portanto, que o processo de globalização envolveria algum tipo de convergência e, no limite, poderia acarretar a predominância de uma ou poucas empresas dominantes. Entretanto, apesar de evidenciarmos uma crescente interação do processo produtivo de diversos países, a realidade vigente deixa dúvidas acerca da existência de um processo paralelo de concentração de poder em algumas empresas individuais. Caso essa tendência à convergência fosse verificada, era de se esperar uma redução cada vez maior do número de empresas transnacionais. Tal fato, no entanto, não acontece empiricamente, pois o que se constata é que nos últimos 20 anos o número dessas empresas se multiplicou. Observa-se, além disso, que estas tendem a concentrar suas operações em termos regionais, sendo relativamente reduzidos os exemplos realmente universais (Ver BAUMANN, 1996. p.35)

Já sob o ponto de vista institucional, a globalização sinaliza na direção de dois aspectos: Primeiro, ela conduz à semelhanças crescentes em termos da configuração dos diversos sistemas nacionais; segundo, leva, ao mesmo tempo, a uma convergência dos requisitos de regulação. A evolução na política industrial ocorrida recentemente nos E.U.A e no Japão ilustra essa realidade. A política econômica norte-americana, tradicionalmente,

sempre procurou não intervir no mercado, ao passo que os japoneses atuavam no sentido oposto. Entretanto, o que se verifica atualmente, dado o novo cenário econômico internacional, é a elevação crescente do grau de comércio administrado e a preocupação com a competitividade industrial nos E.U.A, seguido por um maior grau de abertura da economia japonesa. Essa aproximação vem ocorrendo tanto nos países desenvolvidos quanto nos países *em desenvolvimento*. Um indicador dessa realidade são as preocupações manifestadas por esses países, de disporem de centros difusores de tecnologia para fazer face à competitividade internacional, bem como de disporem de aparatos que permitam a regulamentação da concorrência e a preservação do meio-ambiente.

Essa crescente associação entre os países, tanto em termos da configuração dos sistemas nacionais como em relação a tendência de convergência dos requisitos em diversas áreas, reduz, ao mesmo tempo, segundo observa ALBAVERA (1994), a probabilidade de sobrevivência de esquemas cooperativos entre países, percebe-se, no entanto, uma crescente uniformização das relações jurídicas entre as empresas e os Estados-Nações. Surge, dessa forma, como assinala MORSS (1991) um conjunto de segmentos financeiros-produtivos com elevado poder de influência em relação aos Estados nacionais.

Finalmente, a globalização vista sob o aspecto da política econômica, tem implicado na perda de diversos atributos que envolvem a soberania econômica e política de um número crescente de países, sejam estes países desenvolvidos ou emergentes. Isto ocorre porque as magnitudes envolvidas são de tal dimensão que, as vezes, os instrumentos convencionais de política econômica tornam-se ineficazes no intuito de promover determinados ajustes. Basta tomar como exemplo os efeitos produzidos pelo influxo de recursos externos que recaíram sobre as políticas cambiais dos países latino-americanos no período recente, os chamados choques monetários, e os movimentos de paridade entre o dólar e outras moedas fortes. Isto tem levado diversos países a recorrerem a ajustes emergenciais para resistir ao caos econômico provocado pela movimentação de capitais pelo mundo. Isto significa que, em virtude da globalização, os condicionantes externos passam a ser cada vez mais responsáveis pela sobredeterminação da agenda das políticas nacionais. Entre outros aspectos, por exemplo, a política salarial ter menos graus de liberdade se, por acaso, a competitividade externa requerer que um nível mínimo da relação câmbio/salários seja preservado; a necessidade de se manter certos estímulos a produção de bens comercializáveis pode ser condicionante da política fiscal; o nível da taxas de juros pode limitar o tamanho do déficit

fiscal, etc.<sup>2</sup> Não obstante a tais fatos, observa-se, ao mesmo tempo, temas supranacionais passarem a ter forçosamente que serem incluídos na pauta das agendas de política econômica em diversos países. Geralmente esses temas são aqueles associados à questões como as relativas ao meio ambiente, questões relacionadas com acordos de bitributação, monitoramento de empresas transnacionais, no intuito de se evitar a prática de preços transferências, etc.

Como se pode constatar, o conceito globalização pode ser enfocado através de diversos ângulos de análise. Por esta razão, como bem assinalou BAUMANN (1996), não é de se estranhar que tal conceito possa ser tratado sob óticas diversas, com significados parciais variados.

Talvez a idéia globalização, ao nosso entender, tenha o seu sentido mais associado aos efeitos diretamente vinculados aos movimentos financeiros internacionais, em virtude da rapidez com que se faz sentir o impacto da movimentação do capital financeiro nas diversas economias. No capítulo seguinte, procuraremos analisar a globalização financeira, seus desdobramentos e suas implicações, tomando como referencial para a análise a crise que sacoleja, nos dias atuais, o Sudeste Asiático.

---

<sup>2</sup> Se taxas de juros elevadas, por um lado podem estimular os investimentos, por outro, podem onerar os serviços da dívida pública.

### 3. A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E A CRISE ASIÁTICA

#### 3.1 A Evolução dos Movimentos Financeiros Internacionais e as suas Peculiaridades

Conforme fizemos menção no capítulo anterior, embora o tema globalização possua um caráter multidisciplinar, talvez o sentido mais freqüentemente associado a esta idéia seja o conjunto de efeitos diretamente vinculados aos movimentos financeiros internacionais. O processo de internacionalização dos mercados financeiros começa a tomar impulso a partir da década de 50 quando a maior parte das moedas européias tornaram-se plenamente conversíveis. Todavia a intensificação desse processo ocorreu na década de 70 com o início da desintermediação financeira.

Para se ter, por exemplo, uma idéia da evolução desses movimentos, em meados dos anos 60, os empréstimos bancários representavam apenas 1% da produção mundial, já em 1991, esses mesmos empréstimos equivaliam a 37% desta produção, superando o valor do comércio mundial e, passando a corresponder a um terço a mais que o valor total dos investimentos em capital fixo. Os recursos financeiros disponíveis a nível mundial passaram a superar então a capacidade de demanda do setor produtivo real (BAUMANN, 1996. p.40), dando início ao que muitos estudiosos do assunto têm denominado de "processo de financeirização do setor produtivo". Os antecedentes desse processo relacionam-se ao período imediato ao pós-guerra e estão associados à redução do dinamismo da economia norte-americana desde o final dos anos 60, em paralelo com o dinamismo das exportações asiáticas, e à redução do ritmo da produtividade nas economias norte-americanas e européias (OMAN, 1993). Tal fato, motivou tanto nos E.U.A quanto na Europa, a ascensão ao poder de equipes econômicas comprometidas com a desregulamentação e a redução do grau de intervencionismo no mercado. Entre as medidas de política adotadas por estas economias para enfrentar problemas tais como a queda do ritmo da atividade econômica e a inflação crescente, figuraram a elevação das taxas de juros e a desregulamentação dos mercados financeiros, de transportes e de comunicações. É importante ressaltar que essas medidas ocorreram de forma simultânea, o que estimulou o avanço tecnológico em duas áreas de suma importância para a intensificação do processo de globalização, tanto no âmbito financeiro como para o conjunto da atividade econômica: a área de comunicações e a da informação.

Entre os eventos específicos que contribuíram para acelerar esse movimento, BAUMANN (1996) aponta o processo de abertura do sistema financeiro norte-americano. O início da rápida desintermediação financeira passa a ocorrer a partir do ano de 1970 quando o governo norte-americano flexibilizou as comissões cobradas nas bolsas de valores. Além disso, no ano seguinte, a moeda americana foi desvinculada do lastro-ouro, o que constituía o centro do sistema de taxas de câmbio fixas. Ainda segundo o autor citado acima, esses dois movimentos contribuíram para estimular, de modo substancial, a liquidez internacional, tendo em vista que foram reforçados por processos semelhantes de desregulamentação nos principais mercados financeiros de outros países desenvolvidos.

A globalização financeira, portanto, transcende à expansão do setor bancário, estando intimamente associada à desregulamentação dos mercados financeiros. Encontramos em ZINI (1995) alguns indicadores que ilustram o fato: Em 1950, os bancos e seguradoras detinham três quartas partes dos ativos financeiros nos Estados Unidos. Em 1993, essa participação havia caído para pouco mais de 40%, enquanto a participação dos fundos de pensão, fundos mútuos e outros agentes não-bancários subiu de aproximadamente 10% para um patamar superior a 50% no mesmo período considerado. OMAN (1993), aponta, como outra consequência da desregulamentação desses mercados financeiros, o aumento do volume de recursos em circulação em “terceiros mercados”, principalmente nos chamados “paraísos fiscais”. Razão pela qual, segundo este referido autor, elevou-se a disponibilidade financeira em áreas que fogem ao controle das autoridades monetárias e fiscais. A maior disponibilidade de recursos, por sua vez, constituiu-se em fonte importante de financiamento para fusões de empresas, tão frequentes na década de 80. Outras estimativas revelam que, até meados dos anos 90, o chamado mercado de derivativos, por exemplo, estava girando em torno de US\$ 15 trilhões ao ano. Para termos uma idéia da magnitude desse volume de recursos, enquanto no Brasil esse mercado atingia cerca de um quarto do PIB, o mesmo mercado correspondia nos E.U.A a um montante equivalente a dez vezes o PIB. A isto devem ser agregados os grandes investidores internacionais – os já citados fundos de pensão e fundos mútuos – norte americanos, com disponibilidade de recursos, no período considerado, estimada em US\$ 8 trilhões, as seguradoras e fundos de pensão europeus com outros US\$ 6 trilhões, além de outros componentes, como o mercado de câmbio que chegava a movimentar US\$ 1 trilhão diariamente (Vide BAUMANN 1996, p.40/41).

É importante ressaltar que esse processo foi acompanhado, ao longo das últimas décadas, de uma substancial elevação no volume agregado de investimento direto externo.

Estimativas revelam (UNCTAD, 1993) que a relação entre o estoque de investimento direto externo e o total da produção mundial teria dobrado, passando de 4,4% em 1960, para 8,5% em 1990. O investimento direto externo, portanto, tornou-se mais dinâmico do que a formação de capital nacional, ao mesmo tempo em que a movimentação financeira internacional passou a superar substancialmente os sistemas financeiros nacionais. Essas estimativas revelam ainda que, em 1994, o estoque total de investimento direto externo atingiu a cifra de US\$ 2 trilhões (dados associados a existência de 38 mil empresas transnacionais com suas 207 mil subsidiárias. Isso representa um salto enorme, tendo em vista que, no período compreendido entre 1946 e 1961, estatísticas apontavam cerca de 8,5 mil empresas estabelecidas. Em OMAN (1993) encontramos dados que indicam o peso relativo dessas empresas para o conjunto da economia mundial. De acordo com este autor, no início da década de 80, estimava-se que cerca de 350 empresas baseadas na OCDE representavam um terço do produto mundial, o comércio intra-firma representava 40% do comércio total e o comércio extra-firma outros 30%. Já o volume de investimentos dessas empresas constituía a parte mais importante dos fluxos de investimento direto a nível mundial.

Havíamos dito, no início desta seção, que o processo de internacionalização dos mercados financeiros começou a tomar corpo quando a maior parte das moedas européias tornaram-se plenamente conversíveis, no final da década de 50, e tomaram um ritmo mais veloz a partir dos anos 70. Na verdade, segundo podemos observar, isto só tornou-se possível, sobretudo, a partir da crescente desregulamentação dos mercados financeiros. De acordo com GONÇALVES (1996), para que possamos entender esse processo de globalização financeira, faz-se necessário que examinemos o termo à luz das seguintes dimensões compreendidas pelo o mesmo.

A primeira dimensão refere-se a maior integração entre os sistemas financeiros que veio do final dos anos 50, e foi ampliada a partir dos anos 70 com o mercado de euromonedas e acelerou-se ainda mais com a desregulamentação financeira ocorrida na década de 80. Além disso, não há dúvidas do impulso proporcionado pelo progresso bastante considerável nas áreas de telecomunicações e na informática para permitir essa maior integração financeira internacional.

A segunda dimensão, refere-se ao acirramento da pressão competitiva no que diz respeito ao sistema financeiro internacional, que decorre da crescente disputa de mercados por bancos de diferentes origens (principalmente norte-americanos, europeus e japoneses), e entre bancos e instituições não bancárias. Também não resta dúvida que a desregulamentação das

barreiras à intermediação com haveres não-bancários como ações, debêntures e bônus derivativos, impulsionaram este processo de globalização financeira (vide ZINI, 1996, P.112). Na tabela 3.1 encontramos alguns dados referentes à intermediação financeira nos Estados Unidos, no período compreendido entre 1950 e 1993. Como podemos observar, as instituições bancárias e as seguradoras detinham 76,4% do total de ativos financeiros em 1950, mas esta participação reduz-se para 40,7% em 1993. Já a fração do mercado dos mencionados fundos mútuos, fundos de pensão e outros agentes não bancários passa, no mesmo período considerado, de 9,8% para 50,6%.

**Tabela 3.1**  
Intermediação Financeira nos Estados Unidos  
(distribuição percentual dos ativos financeiros)

|  | 1950            | 1970              | 1993               |
|--|-----------------|-------------------|--------------------|
| <b>1. Instituições por Depósitos</b>   |                 |                   |                    |
| Bancos Comerciais                      | 51,2            | 38,6              | 25,1               |
| Instituições de Poupança               | 13,4            | 18,7              | 6,7                |
| Cooperativas de Crédito                | 0,3             | 1,1               | 2,0                |
| <b>2. Intermediários por Contratos</b> |                 |                   |                    |
| Seguradoras                            | 25,3            | 18,7              | 15,6               |
| Fundos de Pensão                       | 4,1             | 13,1              | 22,1               |
| <b>3. Outros Tipos</b>                 |                 |                   |                    |
| Financeiras                            | 3,2             | 4,8               | 4,3                |
| Fundos Mútuos                          | 1,1             | 3,5               | 12,9               |
| Demais Agentes                         | 1,4             | 1,5               | 11,3               |
| <b>Valor dos Ativos (US\$ Bilhões)</b> | <b>US\$ 294</b> | <b>US\$ 1.340</b> | <b>US\$ 15.387</b> |

Fonte: BARTH, James & JAHERA, John. Federal reserve system dos EUA. flow of funds. Universidade de Auburn, EUA, 1994 (mimeo).

Por fim, GONÇALVES aponta como terceira dimensão desse processo de globalização financeira, o avanço do processo de internacionalização da produção de serviços

financeiros e argumenta que os determinantes deste processo foram, principalmente, a criação de novos instrumentos financeiros, as mudanças nas estratégias de diversificação de investidores institucionais e da própria instabilidade do sistema monetário internacional após a ruptura do sistema de Bretton Woods.

Sendo assim, concluímos que os fatores relacionados a esta globalização dos mercados financeiros, que avançou velozmente nestes últimos vinte anos, são fatores que atuam em conjunto e impulsionam o processo adiante. O grande crescimento dos fluxos de capitais, verificados no decorrer desses anos, evidencia, por exemplo, a crescente integração e internacionalização dos mercados financeiros, isto é, os sistemas financeiros nacionais, principalmente aqueles dos países desenvolvidos, passaram também a integrarem-se em maior nível com um número reduzido dos chamados países emergentes. Além disso, dado que, da mesma forma, houve um significativo crescimento no tamanho e na influência dos mercados nas finanças, o processo de globalização financeira segue, desta maneira, com um impulso crescentemente maior. De acordo com o Boletim Anual do BIS (1994), tomando-se um conjunto de oito dos principais países da OCDE, a renda gerada no mercado financeiro como fração do PIB cresceu de 4,1%, em 1950, para 8,9%, em 1990.

Acrescenta-se ainda a estes fatores; o mencionado papel desempenhado pelo avanço nas áreas de comunicações e na de informática, que permitiu uma substancial redução dos custos de transações e facilitou as negociações entre os agentes; a ampliação da área do direito internacional, que elevou a confiança no cumprimento das leis e dos contratos internacionais; o aumento da competição e da abertura dos sistemas financeiros dos países desenvolvidos e de alguns países em desenvolvimento. Enfim, todos esses fatores atuando de forma simultânea, concorreram a elevação substancial dos fluxos de capitais e reforçam a tese de que o processo de globalização financeira constitui-se num fenômeno que veio para ficar.

Na seção seguinte, faremos algumas considerações acerca da crise financeira que sacoleja o mundo e que veio à tona no final de 1997 com a recente crise cambial que se abateu sobre os países do Sudeste Asiático e que, cujos os efeitos se fazem sentir sobre as diversas economias do planeta. Na tentativa de esboçar um quadro explicativo para o melhor entendimento desta crise, nos concentraremos em questões relacionadas ao movimento de capitais e aos perigos derivados de seu volume excessivo.

## 3.2 O Capital Especulativo e a Crise Asiática

### 3.2.1 Observações Relevantes

Vimos na seção anterior como se deu a evolução dos movimentos financeiros internacionais e apresentamos alguns fatores relacionados a estes que são explicativos da formação e da alavancagem do chamado processo de globalização financeira. Nesta seção, considerando consolidados a existência e o ritmo desse processo, procuraremos examinar os seus aspectos diretamente relacionados às crises financeiras que têm afetado diversas economias mundo afora, enfatizando especialmente os movimentos especulativos que concorreram para a crise ocorrida nas economias asiáticas em fins de 1997 e que repercutiu até aos dias atuais<sup>3</sup>.

Reportando-se às relações internacionais (DIAS, 1996) observa que tais relações, em meio à crescente dependência e entre nações, se caracteriza por um elevado grau de incerteza.

A elevada incerteza estava associada, inicialmente, a mudanças na configuração do poder mundial, após o término da guerra-fria, pois com a eliminação da União Soviética, afloraram-se as diferenças e as tensões entre os antigos aliados (países desenvolvidos do Ocidente). Além disso, o elevado e contínuo crescimento das economias do Leste Asiático, desde o final dos anos 60, redundou na redistribuição do poder econômico mundial do Atlântico Norte para o Pacífico. Segundo dados disponíveis, em 1960, o Leste Asiático representava apenas 4% do produto mundial. Entretanto já nos primeiros anos da década de 90, elevou esta participação para cerca de 25%, tendo sido a única região que se manteve crescendo a taxas anuais médias entre 6,5 e 7,5%. Estimava-se, ainda, que entre 1992 e o ano 2000, os países daquela região absorveriam entre 35 e 40% de todo o crescimento das importações mundiais. Além disso, os seus bancos centrais detinham cerca de 45% das reservas estrangeiras mundiais (vide SCHWAB & SMADJA, 1994: 41). Diante destes números, portanto, e dos acontecimentos recentes – objeto deste trabalho – nos parece que aqueles que estavam preocupados em analisar o “Mito do Milagre Asiático”, não foram suficientemente capazes de prever as conseqüências desse crescimento naquele continente. Entretanto, já em 1994, o economista norte-americano Paul Krugman publicara trabalho sobre o “Mito do Milagre Asiático”, no qual denunciava que o crescimento dos chamados Tigres Asiáticos baseava-se no aumento de insumos mensuráveis e não no aumento da eficiência da

---

<sup>3</sup> Conforme o exposto na introdução deste trabalho. o período sobre o qual nos referimos abrange até fins de setembro de 1998.

economia. Este autor considerava exageradas essas afirmações sobre um “milagre econômico asiático” e apontava para a tendência de que a Ásia poderia esbarrar em retornos decrescentes, embora, como ele mesmo diz em outro artigo, desta vez publicado logo após o desencadeamento da crise na Ásia, “ninguém previu nada semelhante” a atual crise naquela região.

Todavia, tanto Krugman como outros economistas, alertaram dois anos antes da crise na Tailândia, que as economias asiáticas não tinham qualquer imunidade contra crises financeiras<sup>4</sup>. Tal conclusão baseava-se no fato de que as economias do Sudeste Asiático apresentavam elevados déficits em conta corrente, num nível tal que, por vezes, superavam os níveis observados nas economias latino-americanas no ano de 1994.

A crise asiática, por outro lado, surpreende pela sua magnitude, pois até os mais pessimistas esperavam apenas uma eventual crise cambial que seria seguida por um pequeno desaquecimento dessas economias, ou até mesmo, quem esperasse uma retração gradual das taxas de crescimento observadas naquela região. Entretanto, os colapsos nos mercados domésticos de ativos, as falências generalizadas, entre outros efeitos, retratam a dimensão do problema asiático. Hoje, segundo admite o próprio Krugman, e nós não podemos discordar face a realidade dos fatos, é necessário adotarmos uma abordagem diferenciada daquela da teoria tradicional acerca de crises cambiais. Na verdade, tanto ele quanto a maioria dos economistas internacionais, viram inicialmente o “redemoinho econômico na Ásia pelas lentes da teoria convencional das crises cambiais”, que focaliza principalmente – às vezes exclusivamente – enquanto os preços dos outros ativos são relegados a um segundo plano. Torna-se necessário, desta maneira, para que possamos prosseguir com a nossa análise, examinar, posteriormente, o que, segundo esta teoria convencional, provoca uma crise.

De acordo com este referido autor, nos modelos de crises cambiais “canônicos” ou de “primeira geração” (KRUGMAN, 1979, FLOOD and GARBER, 1984)<sup>5</sup> um governo que possui um déficit orçamentário financiado de forma persistente via emissão de moeda disporá, com o passar do tempo, de um estoque limitado de reservas necessárias para sustentar a sua taxa de câmbio. Assim, quando tal política econômica tornar-se impossibilitada de ser sustentada – isto é, quando as reservas tiverem caído a um patamar abaixo do nível crítico, aqueles investidores que procuraram antecipar o inevitável colapso, gerariam um ataque

<sup>4</sup> Vide Krugman (1998). Artigo: O que aconteceu com a Ásia?

<sup>5</sup> Krugman, P. (1979) “A model of balance of payments crises”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11:311-325.

especulativo contra a moeda. Por outro lado, nos modelos de “segunda geração” (OBSFELD, 1994 – 1995), o governo poderia optar ou não pela preservação ou não da taxa de câmbio, bastando para isso, levar em consideração o resultado econômico do diferencial (custo de oportunidade) entre a flexibilidade macroeconômica de curto prazo e a credibilidade de longo prazo. Porém, a defesa da paridade cambial poderia ser mais cara, pois poderia requerer taxas de juros mais elevadas caso o mercado acreditasse que tal estratégia não iria lograr o êxito esperado. Desta forma, um ataque especulativo contra a moeda poderia resultar de uma prevista determinação futura dos fundamentos macroeconômicos ou mesmo através de uma “profecia auto-realizável”. Entretanto, como iremos procurar mostrar ainda no final deste capítulo, apesar da utilidade desses modelos convencionais acerca de crises cambiais para a compreensão de muitas crises históricas, eles deixam escapar alguns aspectos envolvidos na atual crise asiática, uma vez que esta difere do padrão histórico em vários modos fundamentais.

Para entendermos melhor as questões pertinentes a taxa de câmbio, ressaltamos o seguinte: os governos nacionais podem influenciar o mercado de câmbio combinando medidas de política fiscal e de política monetária, bem como, podem também recorrer aos controles cambiais.

Pelo lado da política monetária, porque a taxa de câmbio influi no comportamento dos preços e na atratividade dos ativos financeiros domésticos. Entretanto, como sabemos, pode ser uma taxa “apreciada ou depreciada” (vide ARAÚJO, 1996, p.84). No primeiro caso, uma taxa apreciada pode elevar artificialmente o padrão de vida observado em um país, bem como pode, eventualmente, ajudar a evitar a elevação dos preços domésticos, através do barateamento das importações, embora este tipo de estratégia termine, em geral, conduzindo a uma crise no balanço de pagamentos do país. No segundo caso, quando a taxa de câmbio está depreciada, esta pode ser responsável pela geração de superávites comerciais por longos períodos, mas isto pode ocorrer através da transferência indevida de recursos do país ao resto do mundo e do empobrecimento da população deste mesmo país. Desta maneira, acentua Araújo, “... a busca do equilíbrio estável é o único objetivo factível a longo prazo”. Observamos, porém, que, num contexto de ampla liberdade no movimento de capitais à nível mundial, os governos nacionais se vêem obrigados a enfrentarem, de forma continuada, obstáculos diversos para assegurar este equilíbrio, uma vez que qualquer choque externo que

---

Flood, R. and Garber, P. (1994). “Collapsing exchange rate regimes: some linear examples, *Journal of International Economics*.

venha a ocorrer tende a repercutir globalmente. No último capítulo deste trabalho, onde iremos examinar o caso brasileiro, no contexto dessa crise financeira mundial, podemos inferir que a estabilidade dos preços domésticos é uma condição necessária, mas não suficiente para garantir a estabilidade da taxa de câmbio, pois, mesmo mantendo o controle da inflação, tivemos que recorrer a ajustes – sob a forma de pacotes fiscais – contendo uma série de medidas para assegurar a estabilidade do câmbio, conter a fuga das reservas internacionais, e tornar o país atraente ao capital externo, entre outras.

Sendo assim, como podemos observar, a política fiscal implementada por um país constitui-se num importante fator na busca de configurações sustentáveis, pois numa economia aberta, a manutenção de um nível adequado e não inflacionário de investimentos públicos exige um sistema tributário eficiente. Ainda de acordo com ARAÚJO (1996), para que determinado sistema tributário cumpra os padrões de eficiência exigidos, ele deve ser capaz de: (a) “garantir recursos à principal fonte de dinamismo do sistema capitalista – o progresso técnico – independentemente do ânimo dos investidores privados; (b) contrabalançar a principal perversidade do progresso técnico que é a geração de disparidades sociais, através de investimentos em educação, seguridade social e outros programas de bem-estar social; (c) não onerar a competitividade da indústria local, evitando tributos que incidam exclusivamente sobre as transações domésticas; (d) prover a simetria entre a demanda por recursos públicos e a capacidade de tributação do Estado, através da ampliação da base tributária e da redução da alíquotas dos impostos”.

Já em relação aos controles cambiais, estes, por sua vez, são importantes para influenciar o mercado de câmbio no sentido de que atuam de forma flexível e de acordo com as diretrizes macroeconômicas. Ressaltamos que estes controles cambiais, em geral, são aqueles que podem assumir a forma ou de impostos e subsídios incidentes sobre as operações de câmbio, ou de intervenções diretas – por intermédio de vedações, restrições, e proibições diversas. Vivemos no Brasil, no período imediato ao choque do petróleo em 1974, uma situação que serve para ilustrar as razões pelas quais um governo lança mão do uso desses controles cambiais, pois, após dois anos consecutivos de perdas de reservas internacionais, bem como, do acentuado déficit na balança comercial (6% do PIB) que resultou da elevação do preço do petróleo no mercado internacional, o governo brasileiro lançou, em 1975, um pacote cambial que aprofundava as já existentes vedações à demanda, além disso, entre outros expedientes, instituiu depósitos prévios sobre importações e viagens internacionais<sup>6</sup>. Isto,

<sup>6</sup> Vide FREITAS (1996). Op. cit. p. 89

portanto, nos mostra como os controles cambiais podem, as vezes, ser usados como um mecanismo de reação a choques externos. Todavia, não podemos deixar de observar, considerando o atual contexto da economia mundial, que estes controles cambiais são também expedientes burocráticos que elevam, ao mesmo tempo, os custos privados e os custos públicos. FREITAS (1996), por exemplo, é um dos autores que reconhece este problema relativo aos controles cambiais e chega a sugerir que estes fossem substituídos por um “sistema de informações gerenciais”.

Em suma, as funções básicas dos controles cambiais, conforme assinala QUIRCK (1994), são reter poupança e evitar choques externos. Porém, considerando a presença dos mencionados, maciços movimentos internacionais de capitais, principalmente de curto prazo – que arbitram entre taxas de juros e que jogam em termos de “bolhas especulativas” em bolsas de valores ao redor do mundo – e, em especial, o perigo representado pelo chamado “capital volátil”, os governos nacionais precisam, necessariamente, criarem as condições e os aparatos mais consistentes possíveis visando afugentar o constante risco de ataques especulativos capazes de quebrar economias inteiras, como aconteceu com a economia mexicana no final de 1994. Dessa maneira, por outro lado, não podemos deixar de reconhecer o papel dos controles cambiais como amortecedores de choques, uma vez que reconhecemos que a gerência da política monetária passa a ser constrangida por esses “fenômenos novos da globalização financeira” que aumentam os perigos representados pelas referidas “bolhas especulativas”. Antes de tudo, porém, cabe mais uma vez ressaltar, os acontecimentos recentes que verificamos na economia mundial, têm nos alertado para o fato das crescentes exigências, que recaem sobre os governos nacionais, para que estes possam garantir a manutenção da estabilidade econômica, sobretudo do perfeito conhecimento do tipo de capital que está entrando ou saindo do país, se o capital é de longo ou de curto prazo, se para um setor ou outro da economia, se está voltado para o mercado doméstico ou para as exportações, enfim, eleva-se o grau de responsabilidade dos governos nacionais na formulação e na condução das políticas econômicas adotadas, ao mesmo tempo, que passa a se requerer um maior grau de autonomia para que estes mesmos governos possam intervir e defender suas economias de eventuais práticas que afetem o crescimento das mesmas. Reconhecemos, entretanto, que esta não constitui-se numa tarefa das mais fáceis em virtude da crescente redução dos graus de liberdade das economias nacionais, que decorre dessa nova configuração da economia a nível mundial.

### 3.2.2 O colapso asiático e as suas especificidades

O mundo ficou abalado, em outubro de 1997, quando a crise monetária respingou, pela primeira vez, mas de forma avassaladora, sobre os chamados "tigres asiáticos" (Hong Kong, Taiwan, Coreia do Sul e Singapura) instaurando uma crise financeira global e expondo a fragilidade dos chamados "mercados emergentes".

O terremoto financeiro, que repercute até o momento, tornou-se evidente aos olhos do mundo, quando a bolsa de valores de Hong Kong, no final do "Outubro Negro" de 1997, reagindo a uma abissal elevação das taxas de juros, sofreu uma queda vertiginosa que, além de derrubar o mercado acionário local, arrastou para o fundo do poço as demais bolsas de valores internacionais. O ataque dos investidores contra o dólar de Hong Kong levou o governo local a elevar as taxas de juros para preservar o modelo de câmbio fixo, vigente desde o ano de 1983. A elevação dos juros foi a medida adotada, portanto, para impedir a maciça fuga de capitais e atrair novos investidores externos e, assim, amortecer o ataque cambial decorrente da ação do capital especulativo.

A referida fuga de capitais, que gerou uma enorme perda na Bolsa de Hong Kong, entretanto já estava prenunciada. Isto porque, antes do tombo das bolsas do mundo todo - no referido "Outubro Negro" -, as moedas nacionais de Taiwan e Coreia do Sul já haviam registrado as maiores quedas da década. Como consequência da desvalorização cambial, houve uma grande elevação das contas externas destas economias, uma vez que estas passaram a requerer mais dólares para garantir o pagamento da dívida. O governo coreano chegou, inclusive, a tomar medidas tais como estatizar empresas com o intuito de evitar uma inevitável onda de inadimplência, uma vez que boa parte das grandes companhias que havia impulsionado o crescimento da economia coreana e respondiam por quase metade da produção interna do país, contrairam dívidas fabulosas, muitas estavam prestes a falir. Com a elevação das taxas de juros, a dívida do setor privado, naturalmente seria engordada, o que justifica classificar de inevitável a inadimplência e a consequente desaceleração do ritmo da atividade econômica.

Um aspecto importante, que se verificou tanto nos países asiáticos como nos demais países vulneráveis a ataques especulativos, como é o caso do Brasil, é a necessidade de elevação da poupança interna, nestas economias que têm adotado modelos de crescimento fortemente dependentes da absorção externa de recursos. A falta de poupança interna constitui-se, portanto, num grave problema destas economias, pois esta poupança doméstica permite a defesa contra eventuais ataques especulativos. Vale lembrar, que na crise que

abalou as estruturas dos mercados na Ásia no final de 1997, balançaram países com enormes reservas internacionais. Taiwan e Hong Kong, por exemplo, detinham cada um, no período referido, reservas que atingiam um volume superior a US\$ 80 bilhões<sup>7</sup>, o que equivalia a mais de 20 bilhões sobre a soma das reservas brasileiras no mesmo período.

Na verdade, Taiwan e Hong Kong tinham feito boa parte do trabalho doméstico - arrumaram as contas públicas, armazenaram a poupança doméstica e limparam o cenário da inflação. Não tinham necessidade também de obter enormes volumes para financiar suas contas externas, ao contrário de outras economias asiáticas que tinham tombado meses antes. Todavia, embora os "tigres asiáticos" trilhassem o caminho correto dado pela cartilha econômica, eles não resolveram seus problemas estruturais. Os seguidos anos de crescimento rápido serviram, ao mesmo tempo, para escamotear fraquezas políticas e institucionais. SILVA (1998), reportando-se em artigo recente sobre a crise asiática diz, por exemplo, que "...o que tombou no Sudeste Asiático, junto com as moedas, foi um estilo que acreditava serem virtudes particulares aquilo que o Ocidente via como vícios". E acrescenta, "...a cartilha ocidental execrava, por exemplo, a relação incestuosa entre o poder político e o poder econômico na região. A falta de um limite claro separando a burocracia estatal, os políticos e as grandes corporações no Japão; ou o governo e os conglomerados na Coreia, ou mesmo o Tesouro Nacional e a conta do presidente na Indonésia", enfim, a falta de limites para tudo isso, era vista como heresia pelos observados do ocidente. Na melhor das hipóteses, esta postura aparecia como excentricidade de países cujo crescimento econômico acontecia mais rapidamente do que o amadurecimento político. Também fugia às normas da cartilha econômica tradicional, a conduta asiática que insistia, entre outros aspectos, em suprimir os conflitos existentes, em manter o elevado tráfico de influência e a falta de transparência dos acordos fechados entre quatro paredes. Enfim, o que, para nós ocidentais, podia ser entendido como propina e corrupção, para os orientais era apenas, ainda segundo SILVA (1998), "...hábitos milenares de dar e receber presentes como afirmação de lealdade e consideração". Era difícil, portanto, enunciar a crítica a tudo isso. Afinal aquilo que era tido nas economias daquela região como maus hábitos era visto nas economias daquela região como um conjunto de tradições a serem preservadas. Dessa maneira, práticas que apareciam tortuosas aos olhos ocidentais eram afixadas no peito pelo Oriente, como uma região que se orgulhava de ter inventado o seu próprio modelo de crescimento e um estilo próprio de fazer a roda da fortuna girar. Não obstante a isso, os números mais aparentes depuseram a favor do estilo oriental

---

<sup>7</sup> Fonte: Isto é dinheiro/010-05/11/98

(embora houvesse também muitos números estropiados, colocados de lado, como a crise asiática revelou), isto é, os resultados apresentados pelas economias asiáticas esvaziavam toda a argumentação ocidental. Como, por exemplo, deplorar a semiditadura praticada em Singapura quando aquele país apresentava níveis de criminalidade tão baixos e índices de segurança e de honestidade média do cidadão tão altos? Como desfazer da lassidão financeira na Tailândia, quando desde da década de 70 esta vinha mantendo índices anuais de crescimento da economia superiores a 7%<sup>8</sup>?

A consideração mais importante que devemos fazer no entanto, não diz respeito à falta de confiança institucional e a onda de corrupção latentes nas economias asiáticas, que existiam antes da crise e que tornaram-se clarividentes com a eclosão da mesma, mas sim o modelo de crescimento seguido por essas economias. Os referidos anos seguidos de rápido crescimento das economias asiáticas foram propiciados por elevadas dosagens de capital externo. Entretanto, este tipo de capital constitui um risco elevado, pois, graças ao maior grau de internacionalização das economias e as facilidades econômicas muito recentes, ele pode ser sacado de um momento para o outro, acarretando, dessa maneira, a quebra dessas economias onde a presença do capital externo aparece em maior vulto, como ocorreu no caso asiático. Hong Kong representava um ícone do livre mercado e da globalização de capitais internacionais (antes da crise de 1997, Hong Kong era o quinto maior centro financeiro do mundo). Os preços dos imóveis eram surrealistas: um edifício no centro de Hong Kong custava tanto quanto uma usina hidrelétrica no Brasil. A sobrevalorização dos ativos era estimada em 50% e constituiu-se num dos alimentos dos especuladores. O colapso ocorreu, então, quando os investidores perceberam que os ativos em que aplicavam dinheiro, como imóveis e ações, estavam supervalorizados e que estavam financiando dívidas impagáveis, assim sendo, cortaram o financiamento de uma hora para outra, instituindo a crise financeira.

Para finalizar, vale lembrar, além disso, que os Tigres Asiáticos despontaram, no início dos anos 80, por sua capacidade de gerar superávites na balança comercial, isto é, o valor das suas exportações superavam o valor das suas importações. Porém, a máquina já começava a dar sinais de esgotamento no momento que o custo trabalhista encareceu diante dos demais parceiros comerciais. Aliado a isso, o Japão - uma das três vigas que dão a sustentação à economia mundial - deixou de ser o grande comprador, pois os sinais de estagnação da economia japonesa já se faziam sentir no período em questão. Além disso, a China, após a abertura da sua economia aos investimentos estrangeiros, elevou suas reservas,

---

<sup>8</sup> Fonte: SILVA (1998), p. 44.

tornou-se grande produtor. Enfim, tudo isto concorreu para o colapso dos países do Sudeste Asiático, que começou a emergir em julho de 1997 com a queda da moeda na Tailândia e culminou com a queda da bolsa de valores de Hong Kong no "Outubro Negro" do mesmo ano. A tormenta financeira foi de tal magnitude, que chegou ao Japão – a segunda economia do mundo, e expôs um sistema viciado e cheio de escândalos. O vento soprado do Sudeste Asiático levantou uma poeira que estava acumulada na contabilidade dos bancos e corretoras japonesas desde 1991, quebrando instituições de intermediação financeiras e derrubando a moeda japonesa, em 1997, para a cotação mais baixa em cinco anos (128,5 por dólar). Na verdade, a situação japonesa não diferia muito da situação dos demais países do Sudeste Asiático no que se refere à aplicação dos recursos e as tortuosidades institucionais, tendo em vista que o Japão viveu, entre 1985 e 1990, anos de grande crescimento econômico, com a constante valorização, sobretudo, de ações e imóveis. Na euforia, os japoneses avançaram sobre o mercado norte-americano com a compra, por exemplo, do Rockefeller Center que, mais tarde, se mostraria um mau negócio. A virada começou quando os investidores começaram a resgatar as suas aplicações para realizar lucros e derrubaram bancos, corretoras e financeiras. Dessa maneira, quem havia emprestado dinheiro tendo como garantia ações ou imóveis ficou pendurado nos chamados créditos de difícil recebimento. A política do governo no passado, no entanto, era a de não deixar nenhum banco quebrar, o que, num contexto de uma economia globalizada, constitui-se num descabimento.

Por tudo que expomos até aqui, não nos causa surpresa o fato da crise persistir até aos dias atuais - desaquecimento das economias asiáticas - e, ao que tudo indica, as perturbações e incertezas derivadas da crise asiática serão duradouras. A instabilidade financeira e a retração da liquidez internacional tendem a permanecer ainda por um longo período e, segundo a maioria dos estudiosos do assunto, é provável que a economia mundial entre em uma fase de desaceleração cuja intensidade e duração são difíceis de anteciper, pois, muito do que possa ocorrer vai depender dos desdobramentos da crise do sistema financeiro no Japão e da evolução da situação na China, e dos reflexos que isto provoque sobre a economia norte-americana, que tem comandado o crescimento do mundo industrializado nos últimos anos.

### 3.2.3. A análise de Krugman: o problema do "risco moral" envolvido na intermediação financeira

Segundo a análise de Krugman, os principais detonadores da crise que abalou as economias asiáticas em 1997 foram: primeiro, a extraordinária mobilização de recursos externos. Esta mobilização dos recursos se deu, não só pelas instituições financeiras, mas também, pelas empresas não-financeiras. Além disso, essa alavancagem de recursos financeiros se fez muito além da capacidade de pagamento dos agentes econômicos – tanto aqueles do setor público quanto aqueles do setor privado; segundo, a supervalorização dos ativos que compunham a garantia dos empréstimos e financiamentos.

Na realidade, como tentaremos mostrar, tanto esta enorme mobilização de recursos externos, bem como a supervalorização dos ativos, de fato, não são causas, mas efeitos de acontecimentos de natureza política e das ações estruturais do mercado financeiro internacional que, como vimos, fundamenta-se na especulação financeira, e não no investimento produtivo – que é aquele cujos juros e taxas dos financiamentos não podem se descasar da maturação dos investimentos, pois tal descasamento leva, inexoravelmente, a uma crise de liquidez das empresas.

Como havíamos mencionado antes neste trabalho, a teoria tradicional acerca de crises cambiais deixa escapar aspectos importantes relacionados à crise asiática, sendo, portanto, necessário adotar uma abordagem diferenciada daquela compreendida em tal teoria tradicional. Pois, embora as economias asiáticas tenham enfrentado crises cambiais provocadas pela ação dos sempre operantes canais especulativos, estas, como assinala KRUGMAN (1998), eram apenas partes de uma crise financeira de maior amplitude. Crise financeira esta, que tinha pouco a ver com problemas monetárias ou com questões de natureza fiscal.

Os aspectos importantes, relacionados à crise no continente asiático que não são contemplados pela teoria convencional de crises cambiais, estão refletidos nos seguintes fatos apontados pelo referido autor: (a) nenhum dos mecanismos geradores de crises cambiais de "primeira geração" se verificavam em quaisquer das economias em crise na Ásia. Aliás, nas vésperas da crise, todos os governos estavam mais ou menos em equilíbrio fiscal, também não estavam envolvidos na criação irresponsável de crédito ou numa política desenfreada de expansão monetária. Para se ter idéia, ali, em particular, as taxas de inflação eram baixas; (b) embora tenha ocorrido alguma redução do crescimento em 1996, as economias asiáticas não

apresentavam um nível substancial de desemprego quando a crise começou, o que significa que não haviam razões imediatas para se abandonar a taxa de câmbio fixa em favor de uma política monetária expansionista; (c) antes da crise cambial houve, em todos os países atingidos pela crise, um surto de expansão e contração nos preços dos ativos. Os preços das ações e da terra atingiram um pico elevado, para depois despencarem (estes preços, depois da crise, caíram ainda mais); (d) os intermediários financeiros desempenharam, em todos os países afetados, um papel central. Na Tailândia, por exemplo, às *finances companies* - intermediários não-bancários que tomam dinheiro a curto prazo, geralmente em dólares, e depois emprestam esse mesmo dinheiro para investidores especulativos, principalmente no setor imobiliário - coube um papel de destaque. Já na Coreia do Sul, o papel de destaque coube aos bancos, que tomaram empréstimos a curto prazo para financiar investimentos especulativos realizados por corporações altamente alavancadas.

Desta maneira, conforme o exposto, a crise asiática pode ser melhor entendida não como um problema que decorreu de déficits fiscais, como nos citados "modelos de primeira geração", nem tampouco foi produto de tentações macroeconômicas, como nos também citados "modelos de segunda geração", mas sim como um produto dos excessos financeiros e o subsequente colapso do sistema financeiro. Em suma, os estudos relativos às crises cambiais, até a eclosão da crise asiática, geralmente negligenciaram, segundo Krugman, o papel desempenhado pelos intermediários financeiros e o "risco moral" associado a eles quando não são bem regulamentados, bem como a questão relacionada ao preço dos ativos reais como capital e terra. Por esta razão, para que possamos prosseguir na nossa tentativa de trazer alguma luz para explicar o que realmente aconteceu na Ásia, precisamos nos focar nestas duas questões levantadas pelo referido economista norte-americano.

Pelas observações feitas até aqui e, pelas próprias peculiaridades associadas à crise na Ásia, não contempladas no enfoque convencional acerca de crises cambiais, parece-nos plausível a argumentação de Krugman de que para termos uma compreensão melhor do que ocorreu naquele continente - isto é, dos excessos financeiros e o subsequente colapso nas finanças que se constituíram na raiz do problema - devemos considerar a crise cambial não como a causa, mas sim como sintomas deste problema real que têm constrangido a saúde daquelas economias (a manutenção da instabilidade econômica e o elevado grau de incerteza dela decorrente). Na verdade, analisa Krugman, "...em uma primeira aproximação, moedas e taxas de câmbio podem ter tido pouco a ver com isso: essa história asiática é realmente sobre uma bolha e um subsequente colapso dos preços dos ativos em geral".

Para explicar como essa "bolha" explodiu, o analista em questão centra-se no papel desempenhado por aqueles que lhe serviam o alimento, isto é, os chamados intermediários financeiros. Segundo aponta Krugman, estes intermediários financeiros se constituíam de instituições "cujos passivos pareciam contar com garantias implícitas do governo", mas como eram essencialmente desregulamentadas estavam sujeitas ao que ele chama de "problema de risco moral". Portanto, é daí que se começa a investigação desta hipótese que associa o "risco moral" à "bolha" no mercado de ativos.

Na verdade, tudo começa quando estas instituições, cujas características nos referimos acima, passam a adotar uma postura de elevada desconsideração ao risco, preferindo seguir políticas de crédito excessivamente arriscadas, que resultaram numa elevação no preço dos ativos. Esta "superprecificação dos ativos, por sua vez, foi sustentada em parte, como assinala Krugman "por um tipo de processo circular, em que a proliferação destes empréstimos elevou ainda mais o preço desses ativos arriscados", o que explica, portanto, o fato de estes intermediários aparentarem ter uma condição financeira mais sólida do que a que realmente tinham. Desta maneira, quando os investidores perceberam que os ativos em que investiam estavam supervalorizados e que, como dissemos, estavam financiando dívidas impossíveis de serem pagas, dado que a alavancagem de recursos realizada pelos agentes financeiros se deu a um nível muito além da sua capacidade de pagamento cortaram, de forma repentina, seus financiamentos. Como consequência de tudo isso, veio a explosão da "bolha" no mercado de ativos, ou seja, os preços destes ativos que haviam antes, experimentado um notável surto de expansão, passam, então, a seguir uma rota crescentemente declinante, culminando, dessa maneira na crise cambial que se verifica no continente asiático. Não obstante, este declínio nos preços dos ativos, além de ter culminado com a crise em questão, conduziu, como num mesmo processo circular - mas desta vez inverso - à posterior deflação nos preços destes mesmos ativos. A lógica desse processo circular inverso é explicada da seguinte forma: inicialmente, a queda de preços nos mercados de ativos, como resposta aos cortes repentinos nos financiamentos realizados por investidores (principalmente aqueles investidores especulativos altamente alavancados) tornou visível a insolvência dos intermediários financeiros, forçando-os a interromperem as suas operações, e esta interrupção, por sua vez, conduziu a posterior deflação naqueles preços, conforme havíamos dito. Este assunto, entretanto, não se esgota por aí, pois, é a partir da percepção dessa circularidade que, segundo Krugman, podemos encontrar respostas tanto para a severidade da crise quanto para a aparente vulnerabilidade das economias asiáticas a "crises auto-realizáveis".

Havíamos dito anteriormente que a sujeição ao problema do "risco moral", de acordo com a argumentação de Krugman, iniciava-se a partir da quase total inexistência de regulamentação sobre aquelas instituições de intermediação financeiras que pareciam contar com implícitas garantias governamentais, diz ele, "não é de hoje que se sabe que intermediários financeiros cujos os ativos são garantidos pelo governo provocam um sério problema de risco moral". Na verdade, ele faz referência ao sistema de poupança e empréstimos nos E.U.A. (as chamadas Savings & Loans) e aponta o fracasso destas instituições como um exemplo clássico pela seguinte razão: como os depositantes neste sistema tinham seus ativos garantidos pelo FSLIC (Federal Savings & Loans Insurance Corporation), eles não tinham qualquer incentivo para fiscalizar a qualidade dos empréstimos das instituições em que depositavam seu dinheiro; já os proprietários destas instituições, por sua vez, como não tinham como empenhar capital próprio para conduzir as suas operações, eles também não manifestavam o devido interesse em refletir sobre os elevados riscos envolvidos nas suas inversões. Referindo-se ao comportamento destes, observa Krugman, "...eles tinham todos os incentivos para jogar uma moeda para cima, apostando: cara, eu futuro, coroa, os contribuintes arcam com o prejuízo."

Retornando ao caso asiático, Krugman reconhece que ali a situação era "consideravelmente mais obscura". Esta obscuridade residia no fato de que, ao contrário das instituições americanas que eram garantidas pelo organismo Federal, os credores dos intermediários financeiros asiáticos apenas pareciam contar com garantias do governo. Entretanto, embora estes credores, de maneira geral, não recebessem garantias explícitas do governo, elas apareciam implicitamente pelas seguintes razões: os artigos na imprensa sugeriam que a maioria dos depositantes daquelas instituições financeiras (aqueles, entre outros, que proveram recursos às financeiras da Tailândia ou aos bancos da Coreia do Sul) acreditavam que estariam protegidos dos riscos - tal impressão era reforçada pelas fortes ligações políticas dos proprietários destas instituições de intermediação financeira; além disso, os casos observados na Tailândia e na Coreia do Sul, por exemplo, contribuíram em grande parte para que tais crenças fossem validadas. No caso da Tailândia, porque, como aponta Krugman, os depositantes em todas financeiras do país foram protegidos, havendo raríssimas exceções. No caso coreano, porque o governo acessava, na prática, no sentido de nacionalizar as dívidas de bancos privados.

Diante deste quadro, segundo o autor, não é muito fora do ponto pensar nas economias asiáticas como tendo, antes da crise, um tipo de intermediário financeiro que, a exemplo das

instituições de poupança e empréstimos americanos, estava apto a levantar dinheiro sem risco e, em seguida, emprestar esse dinheiro a prêmio para financiar investimentos especulativos.

Considerando ainda que tal intermediário é protegido por alguma garantia, não é, também, de causar nenhuma estranheza que ele esteja inclinado a realizar investimentos que paguem elevados retornos se ele tiver sorte, mesmo se por trás disso houver a possibilidade de pesadas perdas financeiras.

KRUGMAN (1998) utiliza um exemplo numérico simples, sugerido por MILGROM & ROBERTS (1992, 470-476), para ilustrar a lógica do risco moral para "intermediários financeiros garantidos". Neste exemplo, inicialmente, assume-se que um proprietário de uma instituição financeira "garantido" levantou junto aos seus credores a quantia de US\$ 100 milhões. Assume-se ainda, para simplificar, que ele não incorrerá em nenhum custo pessoal caso a sua companhia venha a falir, isto é, ele não foi obrigado a adiantar qualquer capital próprio. Prosseguindo, digamos que existam duas alternativas de investimento A e B, onde a alternativa A renderá um valor presente de US\$ 107 milhões com certeza e a alternativa B, em condições favoráveis, renderá US\$ 120 milhões, mas apenas US\$ 80 milhões na ausência destas condições. Supondo ainda, que o "bom estado" e o "mau estado" tenham a mesma probabilidade de ocorrer, de modo que o retorno esperado da alternativa de investimento B (investimento arriscado) seja de US\$ 100 milhões.

Dadas as hipóteses acima, qualquer intermediário que não fosse garantido, pelo fato de temer incorrer em perdas, iria optar pela alternativa A, pois teria certamente um ganho de US\$ 7 milhões. Entretanto, o proprietário em questão, como é "garantido", sabe que ele pode obter US\$ 20 milhões de lucros no bom estado e nenhuma perda no "mau estado". Por esta razão ele é incentivado a escolher a alternativa B, onde o ganho esperado é de US\$ 100 milhões. Este exemplo, portanto, ilustra a predileção dos intermediários financeiros garantidos pelo investimento arriscado, apesar do seu baixo retorno esperado. Segundo Krugman, "esta distorção das decisões de investimento produz perdas sociais de peso morto", pois como se observa, o retorno líquido esperado do investimento de capital caiu de US\$ 7 milhões para zero.

Outra consideração presente na análise padrão do risco moral refere-se ao fato de que os intermediários financeiros super-garantidos e sub-regulamentados podem levar a economia a um investimento excessivo a nível agregado. Para mostrar como isso acontece, o analista, agora, considera uma economia simples de dois períodos. No primeiro período as firmas compram capital; no segundo, o utilizam produtivamente. Além disso, neste pequeno exemplo

teórico, para efeito de simplificação, assume-se que esta é uma pequena economia aberta, capaz de captar recursos à taxa de juros internacional - e que a taxa de juros real seja igual a zero. De acordo com a Teoria Neoclássica sabemos que, nesta economia, o capital vai ter pago o seu produto marginal, isto é, o capital será investido até o ponto em que o retorno esperado igualar-se ao custo dos fundos (no modelo de Krugman estes custos equivalem à unidade. Como se percebe, até aqui, pelo fato deste capital estar sendo investido produtivamente, não introduz-se as distorções produzidas por aqueles intermediários financeiros garantidos e, na ausência destas, este capital será investido realmente até àquele ponto. Entretanto, introduzindo estas distorções, isto é, passando-se a supor que esses intermediários incorporam uma forma severa de risco moral, ou seja, que seus passivos são garantidos, mas que os proprietários destas instituições não precisam investir capital próprio e, por isso, podem simplesmente ir embora para casa se estas instituições vierem a falir e, assumindo ainda, que existem vários reais ou potenciais intermediários é de se esperar que a competição entre eles obstrua a obtenção de lucros excessivos. Prosseguindo com esta análise, para efeito de simplificação, assume-se também que tais podem possuir capital diretamente. Aliás, em relação a isto, observou Krugman "...na Ásia, bancos e instituições similares a bancos, preferem emprestar dinheiro muito mais do que comprar ativos de capital diretamente. Entretanto, emprestar dinheiro para firmas altamente alavancadas e engajadas em investimentos arriscados é de fato o mesmo que comprar o capital diretamente". As firmas mencionadas aqui, em geral, fazem parte de grupos que objetivamente exercem uma posição de controle na instituição credora ( vide AMSDEN, 1989 ).

O comportamento destes intermediários, portanto, deve seguir a seguinte lógica. De acordo com o ponto de vista deles, a obtenção de lucros excessivos ocorrerá a partir do momento em que qualquer taxa de retorno superar a taxa de juros do mercado internacional. Isso significa que obterão lucros excessivos desde que exista um estado de mundo favorável ou simplesmente o que Krugman chama de "bom estado". Entretanto, considerando a premissa lançada anteriormente de que a competição entre os intermediários potenciais corrói qualquer lucro em excesso, a única maneira de se obter esses lucros é se todo o capital for parar nas mãos desses intermediários com garantias. Este resultado, adverte Krugman, é extremo "... mas captura a tendência dos negócios asiáticos a se tornarem excessivamente alavancados para os padrões do Ocidente"<sup>9</sup>. Seguindo com esta questão, Krugman também observa que, ao contrário dos modelos econômicos convencionais, onde normalmente se

<sup>9</sup> Vide KRUGMAN (1998). Op. cit. p. 42.

imagina investidores respondendo a valores esperados das variáveis relevantes, neste que incorpora o chamado risco moral, os proprietários dessas empresas de intermediação financeira se concentram no que ele chama de “Valor de Pangloss”, isto é, nos valores que essas variáveis poderiam assumir “no melhor de todos os mundos” (isto, mais uma vez, é claro, sob o ponto de vista destes intermediários).

Krugman conclui, dessa forma, que a existência de intermediários financeiros propensos ao risco moral, desloca do mercado os investimentos em ações e empurra o estoque de capital para um nível mais elevado. Por sua vez, este investimento excessivo irá reduzir o bem-estar esperado, uma vez que o aumento dos ganhos no “estado favorável não é capaz de compensar as perdas aumentadas no estado “desfavorável”.

Além disso, as conseqüências deste tipo de distorção podem ser facilmente agravadas pela globalização financeira, pois se imaginássemos que este país não tivesse acesso ao mercado de capitais internacionais – que tivesse, por exemplo, que contar com uma oferta fixa de poupança interna, inelástica em relação aos juros –, essa demanda excessiva de investimentos, alimentada pelo padrão do risco moral na intermediação financeira, iria simplesmente conduzir a uma elevação das taxas de juros. Por outro lado, se o país passasse a fazer parte do mercado internacional, a sua situação, pelo exposto, se tornaria pior, pois o risco moral na intermediação financeira iria se traduzir num excessivo acúmulo real de capital.

Como podemos notar, nesta situação formulada por Krugman, assume-se implicitamente que o estoque de capital era perfeitamente elástico, de forma que todo o aumento na demanda por investimento iria se traduzir numa elevação real do volume de investimento. Na Ásia, como se observou, as economias experimentaram um considerável surto de expansão e contração não somente nos investimentos, mas também nos preços dos ativos. Na opinião do autor, presumivelmente, isso refletiu o fato de que os ativos estavam em oferta perfeitamente elástica. Sendo assim, com o intuito de mostrar como o impacto causado pela presença dos intermediários financeiros se dá sobre os preços dos ativos, Krugman passa a imaginar um modelo onde esta oferta é totalmente inelástica. Para tanto, simplificando, ele imagina um caso onde o único ativo disponível é a terra (e, dado que esta não pode ser criada nem destruída, sua oferta é realmente inelástica).

Novamente ele considera uma economia de dois períodos. No primeiro período, os investidores fazem ofertas pela terra. No segundo, recebem rendas, que são incertas no primeiro período. Assim, Krugman elabora o seguinte exemplo numérico par ilustrar o caso.

Inicialmente, ele supõe que a renda numa unidade de terra possa ser tanto 25 como 100, com probabilidades de  $2/3$  e  $1/3$  respectivamente. Não é difícil perceber, dessa maneira, que os investidores neutros ao risco estariam dispostos a pagar 50 pela posse desta terra, dado que a renda esperada é  $[(2/3) \cdot 25 + (1/3) \cdot 100] = 50$

Entretanto, suponha agora que existam intermediários financeiros, mais uma vez aptos a emprestar à taxa de juros internacional – novamente normalizada a zero, dado que o mercado os percebe como garantidos. E, além disso, assumindo, como antes que os proprietários das instituições de intermediação financeira não precisam colocar nenhum capital próprio em risco e que as expectativas de lucros excessivos estejam eliminadas, em decorrência da competição que existe entre eles, é, então fácil de imaginar que os intermediários, agora, estarão dispostos a pagar por essa terra baseados não no valor esperado da renda futura, mas sim no “Valor de Pangloss” que, neste caso, é 100. Desse modo, toda a terra passaria a ser de propriedade de intermediários e o preço passaria a ser o dobro daquele que seria numa economia sem essa distorção. Portanto, o exemplo acima, apesar das simplificações, serve para ilustrar como o “risco moral” na intermediação financeira pode conduzir à chamada “superprecificação” dos mesmos. Não vamos mais nos alongar nesta questão, como Krugman o faz no seu exemplo ilustrativo – passando a considerar uma economia de três períodos – o modo analítico e os resultados são semelhantes, isto é, o preço do ativo (no caso a terra) será sempre o dobro do preço sem distorções (200 no terceiro período). Sua conclusão, então é “...a versão com múltiplos períodos do modelo, em que parte do retorno do investimento depende do preço futuro dos ativos, não faz qualquer real diferença à distorção imposta pela garantia aos intermediários.”

Para finalizar, Krugman formula outro exemplo, para mostrar como – com algumas premissas plausíveis sobre o comportamento do setor público – um regime com risco moral e ativos supervalorizados pode tornar-se vulnerável a crises financeiras. Neste exemplo, a economia focalizada é de três períodos, com rendas aleatórias da terra no segundo e no terceiro períodos. Além disso, continua-se assumindo que a competição entre os intermediários com passivos garantidos leva o preço dos ativos a serem determinados pelo Valor de Pangloss ao invés de retornos esperados. Entretanto, há possibilidade desse regime não ser duradouro, ou, em outras palavras, os passivos carregados do segundo para o terceiro período podem perder a garantia.

Na primeira etapa, se imagina apenas que esta mudança no regime se dá de forma exógena – que do ponto de vista dos investidores exista simplesmente a probabilidade de que

o governo possa anunciar, durante o segundo período, a retirada de suas garantias aos intermediários. Entretanto, como raciocinou Krugman, “se os passivos dos intermediários não forem garantidos, então ninguém vai emprestar dinheiro a eles”, porém, como o risco moral permanece, o custo de perdas eventuais agora irá recair sobre os investidores e não mais sobre o governo, o que fará com que a instituição entre em colapso e o preço da terra irá apenas refletir o valor esperado de 50. Por outro lado, se tais intermediários permanecerem garantidos, o preço ainda será 100. Já com relação ao preço desta terra no primeiro período o raciocínio é o seguinte. Dadas as premissas que estão sendo consideradas, agora os investidores enfrentarão duas fontes de incertezas: a primeira refere-se ao fato de que, no segundo período, eles não têm como saber se a renda deste período será alta ou baixa; a segunda, reside no fato de que, neste mesmo período, eles também não saberão se o preço da terra refletirá valores esperados ou valores de Pangloss. Entretanto, enquanto houver competição entre intermediários no primeiro período, o preço da terra irá mais uma vez ser empurrado para um nível que reflete o resultado mais favorável possível, ou seja, preço de 100 e renda de 100. Isto significa que, apesar de todos saberem que a desintermediação e a queda nos preços dos ativos são possíveis, ainda assim estes preços são determinados como se essa possibilidade não existisse!

Associando esta questão ao caso asiático, observa Krugman, “ao longo de todo o circuito asiático de crise ocorreu, de fato, uma mudança no regime financeiro”. Esta mudança foi marcada por falências de companhias, por reduções forçadas nos empréstimos bancários de risco, ou mesmo congelamento destas operações financeiras, o que significa que esta mudança não foi exógena, mas sim endógena. A partir daí, então, Krugman concentra sua análise nas questões relacionadas a estas mudanças endógenas, uma vez que, nas suas palavras, o que provocou uma mudança de regime na Ásia, “ não foi uma transformação exógena de filosofia econômica”, e continua, “... intermediários financeiros foram contidos exatamente porque percebeu-se que eles perderam muito dinheiro”. De modo mais ou menos realista, isto sugere que essas garantias implícitas fiquem disponíveis até o momento em que elas podem ser honradas ( ou, segundo o critério empregado por Krugman 1998, até o ponto em que honrá-las torna-se algo muito caro )

Por conseguinte, Krugman tenta ilustrar como o fato descrito acima acontece, recorrendo novamente a um exemplo numérico baseado numa economia de três períodos, onde este critério pode ser enunciado, de forma alternativa, como a proposição de que os credores financeiros serão socorridos somente uma vez. Assim sendo, ele considera

inicialmente que as rendas no segundo período sejam desapontadores 25, não 100. Dada a estrutura do modelo, na ausência de intermediários financeiros, isso não afetaria o preço da terra no fim do segundo período, já que tal fato não altera a probabilidade de rendas futuras. Mas uma renda abaixo do “Valor de Pangloss”, no segundo período, significa que os credores daqueles intermediários necessitam serem socorridos naquele período e, desta maneira, credores futuros não poderão esperar o mesmo, o que acarretará o colapso da intermediação, e o preço da terra cai de 100 para a renda esperada de 50. Isto, portanto, de acordo com o autor, significa que ocorre um “efeito magnificador” sobre as perdas dos intermediários no primeiro período. A “notícia real” sobre a economia é que as rendas no segundo período são 25, não os almejados 100. Mas, como dissemos anteriormente, a terra teria sido comprada por 200 no terceiro período (na presença do Valor de Pangloss, o dobro do preço sem distorções) e agora renderá apenas 25 em renda mais 50 em valor de recompra, ou seja, gerando uma perda de 125 ao invés de somente 75. O efeito magnificador é, então, causado pela lógica circular da desintermediação: o prospectivo fim da intermediação em virtude das perdas das instituições existentes, ao reduzir os preços dos ativos, magnificam estas perdas. Por outro lado, supondo que estes intermediários tenham tido mais sorte, obtendo não mais a renda de 25, mas sim a de 100. Caso todos esperem que o governo continue a garantir os intermediários no futuro, o preço da terra no fim do segundo período será 100 e, neste caso, nenhum socorro será preciso. Portanto, a garantia governamental se manterá de fato. Entretanto, apesar das altas rendas neste período, os credores potenciais se tornarem convencidos de que não haverá garantia alguma aos novos passivos dos intermediários, estes não serão capazes de atrair fundos, e o preço da terra neste segundo período será somente 50. Conclui-se, dessa forma, que aqueles intermediários que tomaram dinheiro no primeiro período baseados no Valor de Pangloss, incluindo o valor de Pangloss de 100 na venda da terra, necessitarão ser socorridos. E, como neste exemplo, considerava-se a proposição da retirada da garantia governamental, a partir do instante que a disposição do governo de prestar este socorro exaure-se, o pessimismo dos investidores é justificado.

Resumindo, este pequeno modelo estilizado de Krugman, parece gerar uma história sobre crises financeiras auto-realizáveis, em que o declínio dos preços dos ativos minam as instituições de intermediação financeira, e o colapso destas, por sua vez, ratifica a queda destes preços. Por esta razão, este modelo que envolve “o problema do risco moral” na intermediação financeira, nos fornece alguns elementos iluminadores para que possamos

compreender algumas questões lançadas anteriormente, relacionadas à crise no continente asiático.

A explicação mais plausível para a ausência de fontes usuais de problemas cambiais na Ásia – seja na forma de déficits ou dificuldades macroeconômicas –, por exemplo, deve-se ao fato de o problema não residir nas contas do governo, pois, de acordo com Krugman, “o erro de política não era, assim como as garantias que criaram o fiasco das Saving & Loans americanas, parte do passivo visível do governo até o fato ter se consumado.

O pronunciado surto de expansão e contração nos preços dos ativos (criados pelos excessos financeiros) precedeu a crise asiática porque a crise financeira foi o “real motor” deste processo. As flutuações cambiais, portanto, mostraram-se mais como um sintoma do que como a causa disso.

E, por último, a capacidade da crise se espalhar, mesmo na ausência de choques exógenos ou da inexistência de fortes conexões entre as vítimas iniciais e as demais economias que foram contaminadas pela crise, pode ser explicada, segundo Krugman, pelo fato de que as economias “asiáticas atingidas estavam em uma espécie de estado metastável – altamente vulneráveis a pessimismo auto-realizável, que poderia gerar e gerou uma espiral deflacionária e de desintermediação”.

Todavia, como o próprio autor reconhece, há também algumas questões deixadas de lado no desenvolvimento simples desse modelo que procura ilustrar uma “situação econômica complexa”. Entre outras, pode-se destacar: (I) o modelo assume que a intermediação financeira serve a nenhum propósito, sendo meramente um instrumento de captura de renda. Assim, se este pressuposto, por um lado é útil para focar o problema do risco moral, por outro deixa de lado um aspecto importante colocado por MISHKIN (1992), o qual argumenta que, forçosamente, as crises financeiras têm severos efeitos sobre o crescimento econômico, considerando que estas interrompem as atividades produtivas dos intermediários financeiros; (II) como o modelo desenvolvido por Krugman envolve apenas um setor e um ativo, por sua própria natureza ele abstrai um aspecto importante do risco moral, reconhecido apenas no primeiro exemplo do modelo, que é justamente aquele que está relacionado ao tipo de investimento realizado. Na prática, ao menos parte da crise asiática foi associada a investimentos “pouco sábios” (torres de escritórios, fábricas de automóveis, etc...) ao invés de investimento excessivo propriamente dito; (III) Krugman argumenta que uma característica marcante da experiência tem sido grandes mudanças nos preços relativos. E continua, “mesmo que fatores monetários não tenham sido cruciais, as grandes depreciações

que foram associadas com as crises nos países asiáticos são um importante aspecto da história; entre outras, elas provavelmente têm um papel crucial na explicação de por que crises financeiras produzem declínios tão grandes do produto”; (IV) por simplicidade analítica o referido modelo faz uma suposição extrema: os intermediários financeiros não investem capital próprio, nem (por causa da livre entrada) têm valor de franquia. Isto produz o “extremamente útil” resultado simplificador de que estes intermediários voltam-se apenas para os ditos valores de Pangloss, o que permite que se omita uma análise complexa de precificação de opções. Em virtude dessa simplificação, portanto, o modelo prevê que os intermediários quase sempre irão requerer socorro, dado que a competição entre eles os leva ao ponto onde não auferem lucros econômicos em nenhum “estado de mundo” e cobrem seus custos somente no “estado mais favorável” possível. Isto corrobora de forma tentadora para que se procure modelar o risco moral quando os proprietários das companhias de intermediação têm algo a perder; (V) Não se pode responsabilizar somente os intermediários financeiros domésticos por todo superinvestimento e supervalorização dos ativos na Ásia, uma vez que tanto os indivíduos privados e investidores institucionais estrangeiros realizaram investimentos (compra de ações e mesmo imóveis) em todas as economias atingidas pela crise. Isto, segundo Krugman, sugere que “outros tipos de falhas de mercado, notavelmente o comportamento de manada dos investidores, ainda têm algum papel explicativo”.

O modelo elaborado por Krugman, então, constitui-se apenas num esforço preliminar visando esboçar um retrato da crise asiática. Entretanto, ele fornece – mesmo recorrendo-se a algumas restrições simplificadoras – elementos explicativos que guardam alguma semelhança com os acontecimentos que antecederam à crise asiática e com a mecânica da crise que ocorreu e que, no momento em que estou escrevendo<sup>10</sup>, provavelmente está sendo objeto de debates em várias fóruns pelas diversas partes do mundo, bem como motivo de dores de cabeça para várias equipes econômicas de governos.

---

<sup>10</sup> Setembro de 1998.

#### 4. A RESPOSTA BRASILEIRA AOS EFEITOS DA CRISE ASIÁTICA

Nos últimos anos, o acesso aos mercados financeiros internacionais – um das principais condicionantes do processo de globalização financeira – tornou-se mais fácil para muitos países, inclusive para os países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil, que desfrutaram de um rápido crescimento nas entradas de capitais. Essas condições favoráveis de mercado deveram-se, em parte, à mudanças estruturais que ocorreram tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento e, principalmente, à desregulamentação dos mercados financeiros destes países. A crescente institucionalização da poupança nas economias amadurecidas (os ativos de fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE) e a busca de diversificação das carteiras de investimento apontavam no sentido de uma elevação crescente desses fluxos. Entretanto, se, por um lado, esse aumento do acesso aos mercados financeiros globais trouxe benefícios substanciais a muitos países, por outro, expôs a vulnerabilidade dos mesmos à mudanças repentinas na percepção do investidor e a ataques dirigidos às suas moedas, conforme veremos neste capítulo.

No Brasil, o primeiro ataque especulativo contra o real ocorreu imediatamente após a queda da bolsa de Hong Kong. Estava deflagrado o colapso asiático que abala o mundo financeiro internacional desde o “Outubro Negro” de 1997. Com a queda da bolsa de Hong Kong, os principais mercados financeiros do mundo despencaram. Naquele mês, a bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), a maior em movimentação de papéis da América Latina, registrou uma das maiores quedas da sua história (chegou a cair 14,97% num único dia).<sup>11</sup> Isto refletia, pela primeira vez, o descrédito do investidor em relação à moeda e a estabilidade do plano nacional vigente. Diante deste quadro, o governo brasileiro, para garantir a estabilidade da moeda, foi forçado a elevar a taxa de juros para tornar os investimentos atraentes aos investidores externos e conter a fuga maciça de dólares que reduziram as reservas nacionais de divisas. Para impedir a fuga de capitais, o governo poderia desvalorizar o câmbio, o que faria com o que os investidores precisassem de mais reais para comprar dólares e, dessa maneira, breca a fuga de capitais. No entanto, o governo preferiu segurar o câmbio por duas razões: uma, tecnicamente, porque a desvalorização implicaria no retorno da elevação nos índices de preços (inflação); o segundo argumento, por sua vez, já é de conotação política, ou

<sup>11</sup> Fonte: Folha de São Paulo, 28/10/98.

seja, era preferível um cenário de recessão desde que a inflação permanecesse no mesmo patamar observado desde a implementação do Plano Real. O remédio, portanto, foi elevar os juros, mesmo sabendo que esta medida traria os efeitos colaterais esperados, isto é, restrição do crescimento com o aumento do desemprego.

O fato é que a crise financeira que se abateu sobre os Tigres Asiáticos, e que repercutiu mundialmente, pegou o governo brasileiro de surpresa. Assim, assustados com a crise, os técnicos da equipe econômica do governo prepararam, em novembro de 1997, um pacote de medidas de natureza fiscal contendo uma série de medidas impopulares. Foi também a partir daí, que iniciou-se o aperto do cerco para apressar as reformas que tramitavam no Congresso (i.e., as mudanças constitucionais que acabaram possibilitando a privatização de algumas empresas estatais, a elevação da carga tributária e a queda da estabilidade dos empregos em alguns serviços públicos). Estas medidas, como se viu mais tarde, não foram suficientes para resolver a crise, mais geraram de imediato uma expectativa favorável nos investidores. O anúncio de tais medidas, por exemplo, atenuou a queda da BOVESPA quando o governo já tinha desembolsado R\$ 1 bilhão para segurar a cotação da moeda.

O referido pacote, composto de 51 medidas de natureza fiscal, que envolvia corte de despesas e investimentos públicos, demissão de servidores e elevação de impostos e tarifas, se destinava a produzir uma economia de R\$ 20 bilhões agora em 1998. Entretanto, o novo ataque à moeda, que levou o governo a elevar ainda mais, em setembro deste mesmo ano, o peso deste ajuste sobre o conjunto da sociedade brasileira torna evidente a magnitude dos problemas enfrentados pelo país. Em outras palavras, é o desequilíbrio das contas públicas que deixa a economia brasileira fragilizada. Numa economia extremamente dependente de recursos externos, como é o caso do Brasil, faz-se necessário sanear o déficit público, equilibrar o balanço de transações correntes e administrar satisfatoriamente os serviços da dívida externa. Afinal, economia é também expectativa e são os cenários para o futuro que regem os investimentos presentes, isto é, quando as expectativas são favoráveis, os investimentos para financiar o crescimento aparecem; quando estas não o são, ocorre, naturalmente, a retração destes investimentos.

A dependência financeira externa tem sido a marca predominante do desenvolvimento econômico brasileiro. Os períodos de maior disponibilidade de recursos nos mercados de capitais coincidem com fases de prosperidade e estabilidade de preços e, por conseguinte, de menores tensões políticas.

Segundo FREITAS (1998), o desenvolvimento do mercado de eurodólares e o aumento da liquidez internacional, a partir dos anos 60, e a retomada dos empréstimos internacionais de médio e longo prazo para os países em desenvolvimento, interrompidos desde 1930, estão por trás do extraordinário impulso econômico brasileiro entre 1968 e 1980. Porém, a partir dos anos 80, os fluxos de capitais se tornaram mais seletivos, dificultando assim o financiamento do balanço de pagamentos, até o colapso total em 1982. Ainda segundo este autor, o êxito da implementação do Plano Real, já nos anos 90, decorre fundamentalmente da retomada dos fluxos internacionais de capitais para a América Latina. A reabertura dos mercados de capitais internacionais para o Brasil, no início dos anos 90 viabiliza o sucesso do Plano Real. O Plano recompôs a taxa de consumo da sociedade brasileira a níveis mais elevados que os observados durante o período de forte expansão dos anos 70, chegando, após a eliminação da hiperinflação, a patamares de 84% a 86% do PIB (vide FREITAS, 1998). E mais, com a eliminação da inflação, o benefício de consumo ampliado favoreceu os segmentos de menor poder aquisitivo que, com o poder de compra da moeda estável, passaram, obviamente, a ter maior segurança em relação ao planejamento dos seus gastos. Por esta razão, o financiamento externo acabou direcionado ao consumo e o investimento ficou praticamente onde estava.

Tivemos, portanto, um crescimento econômico mais expressivo entre 1993 e o início de 1995. A partir de então, a economia brasileira volta a bater nas limitações do balanço de pagamentos, com um aumento do déficit em transações correntes, agravados pelo efeito da crise mexicana de dezembro de 1994 sobre os mercados financeiros internacionais. O perigo de uma crise cambial, naquela instância, levou o Banco Central a adotar medidas monetárias e, principalmente, creditícias, em março e abril de 1995, que jogaram a economia em recessão até quase meados de 1996. A partir daquele momento o Banco Central também abandonou a política de apreciação nominal da taxa de câmbio, passando a desvalorizá-la em termos reais, através de microdesvalorizações periódicas, a intervalos curtos.

Tomando-se 1978 como ano base (igual a 100), o índice do PIB per capita dos países avançados, atinge um ponto de mínimo em 1992 (79,4), recuperando-se nos dois anos seguintes, para chegar a 83,8 em 1995. Daí para frente volta a cair, registrando 82,7, em 1997, e apresentando um índice estimado para 1998 de 81,1 (ver tabela 4.1 e gráfico 1).

**Tabela 4.1**  
Índice do PIB per capita (base: 1978=100)

|   | 1978 | 1988   | 1989   | 1990   | 1991   | 1992   | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   |
|---|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Economias<br/>Avançadas<br/>(I)</b>                | 100  | 125,53 | 129,30 | 131,63 | 132,15 | 133,74 | 134,54 | 137,90 | 140,39 | 143,33 | 146,77 | 150,15 |
| <b>Brasil (II)</b>                                    | 100  | 113,79 | 115,38 | 109,03 | 108,38 | 106,10 | 109,71 | 114,43 | 117,63 | 119,28 | 121,07 | 121,76 |
| <b>Brasil/<br/>Economias<br/>Avançadas<br/>(II/I)</b> | 100  | 90,64  | 89,24  | 82,84  | 82,01  | 79,34  | 81,55  | 82,98  | 83,79  | 83,22  | 82,49  | 81,09  |

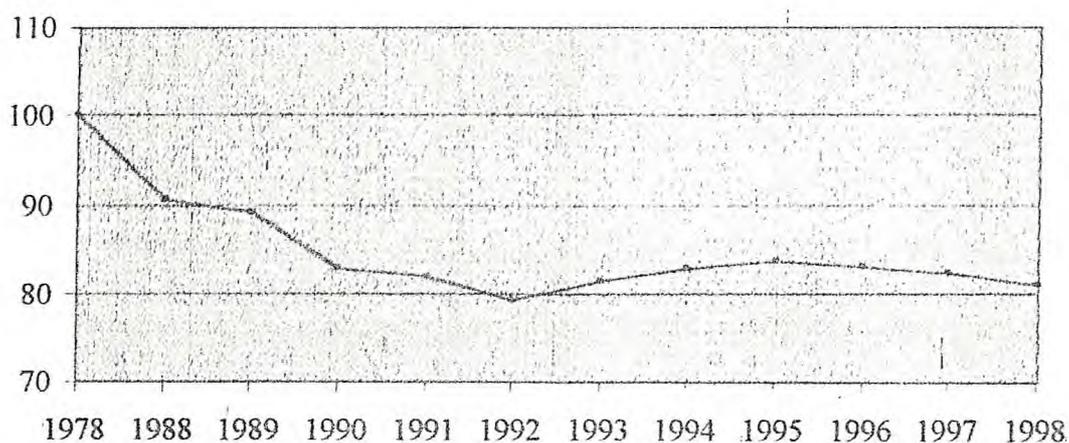
Fonte: Brasil: Banco Central, Departamento Econômico, Consultoria de Conjuntura Econômica

Economias Avançadas: World Economic Outlook, International Monetary Fund, October 1997

Obs: os dados de 1998 são uma estimativa.

**Gráfico 1**

PIB per capita do Brasil em termos do PIB per capita das economias avançadas  
(número índice - base 1978=100)



Como podemos ver, a gradual recuperação da economia brasileira se inicia na Segunda metade de 1996 e ganha força ao longo de 1997. Entretanto, a crise asiática força o

choque dos juros que culminou com o pacote fiscal de novembro deste mesmo ano, o que fez com que a economia fizesse um movimento de recessão. O desemprego aumentou assustando o governo, mas o déficit de transações correntes reduziu-se e, a confiança dos investidores internacionais foi, pelo menos transitoriamente, reestabelecida. Isto significa, nas palavras de FREITAS, que “voltamos ao velho dilema brasileiro de insuficiência de recursos para financiar os projetos do desenvolvimento”. Em suma, no final dos anos 60 e durante a década seguinte, os recursos externos disponíveis foram aproveitados para reforçar a taxa de crescimento e impulsionar o desenvolvimento da economia, e não para ampliar, como a partir do Plano Real, a taxa de consumo. Já nos anos 90, como vimos, esta disponibilidade de recursos externos apresentou-se ainda maior, contudo, o investimento realizado não acompanhou esse crescimento e, por conseguinte, a economia fica estagnada.

FREITAS (1998) realizou um estudo prospectivo para a economia brasileira, no qual conclui – supondo que a taxa de crescimento populacional convirja para 1,2% ao ano, e que as economias avançadas mantenham o crescimento médio do seu PIB per capita equivalente aos dos últimos 20 anos – que “para retomar, num prazo de 10 anos, ao nível que havia alcançado em 1978 com relação ao PIB per capita dos países desenvolvidos, o PIB brasileiro deverá crescer, em média, a uma taxa de 5,5% ao ano”. Isto requereria ainda, segundo os cálculos do autor, uma taxa de investimento em formação bruta de capital fixo (maquinarias, equipamentos de produção e instalações e construção civil de maneira geral) da ordem de 20% do PIB, pelo menos.

E mais, dados os padrões vigentes de poupança interna observados no início de 1998 (i.e. a disponibilidade de recursos para financiar estes investimentos), estimou-se que tal nível de investimentos produtivos implicaria num déficit do balanço de pagamentos em transações correntes de 4,5% do PIB (algo em torno de US\$ 36 bilhões por ano).

Com base nestas hipóteses, e, supondo ainda que: I) as taxas de juros internacionais mantivessem a média dos últimos quatro anos (1994 a 1997); II) não houvesse a repetição de choques externos, como a crise financeira do México em 1994 e a da Ásia, em fins de 1997, sobre a qual admitiu-se não ter qualquer desdobramento adicional; III) o investimento direto continuasse financiando 50% do déficit das transações correntes a cada ano; IV) e que as exportações crescessem à mesma taxa do PIB; FREITAS preparou um exercício de projeção das variáveis chaves indicadoras da capacidade de endividamento externo da economia brasileira, a partir da observação das seguintes relações: Dívida Externa Líquida/ Exportações,

Despesa Líquida de Juros/ Exportações e Dívida Externa Líquida/ PIB.<sup>12</sup> Os valores críticos assumidos, com inevitável grau de arbítrio, para estas relações vêm, segundo ressalta o próprio autor, “da experiência brasileira no ciclo do endividamento dos anos 70”. Portanto, estes valores críticos, como diz ele, “a partir dos quais os mercados de capitais assumiriam uma posição cautelosa em relação ao País, exigindo medidas macroeconômicas contracionistas de ajuste para continuar aportando recursos”, seriam:

- Relação Dívida Externa Líquida/ Exportações: 2,65
- Relação Despesa Líquida de Juros/ Exportações: 0,27
- Relação Dívida Externa Líquida/ PIB: 0,25

Tabela 4.2  
Simulações do Endividamento Externo

| ANO  | PIB         | Dívida Externa Líquida | Exportações Totais | Despesa Líquida de Juros | Relação Dívida Líquida/ Exportações | Relação Despesa Líquida de Juros/ Exportações | Relação Dívida Líquida/ PIB |
|------|-------------|------------------------|--------------------|--------------------------|-------------------------------------|---|-----------------------------|
|      |             |                        |                    |                          |                                     |   |                             |
| 1996 |             | 118.000,0              |                    |                          |                                     |   |                             |
| 1997 | 779.517,0   | 140.700,0              | 56.931,0           | 10.338,0                 | 2,47141                             | 0,18159                                       | 0,18050                     |
| 1998 | 843.490,4   | 159.678,5              | 60.062,2           | 10.833,9                 | 2,65855                             | 0,18038                                       | 0,18931                     |
| 1999 | 889.882,4   | 179.700,9              | 63.365,6           | 12.295,2                 | 2,83594                             | 0,19404                                       | 0,20194                     |
| 2000 | 938.826,0   | 200.824,5              | 66.850,7           | 13.837,0                 | 3,00407                             | 0,20698                                       | 0,21391                     |
| 2001 | 990.461,4   | 223.109,9              | 70.527,5           | 15.463,5                 | 3,16345                             | 0,21925                                       | 0,22526                     |
| 2002 | 1.044.936,8 | 246.620,9              | 74.406,5           | 17.179,5                 | 3,31451                             | 0,23089                                       | 0,23602                     |
| 2003 | 1.102.408,3 | 271.425,1              | 78.498,9           | 18.989,8                 | 3,45769                             | 0,24191                                       | 0,24621                     |
| 2004 | 1.163.040,7 | 297.593,5              | 82.816,3           | 20.899,7                 | 3,59342                             | 0,25236                                       | 0,25588                     |
| 2005 | 1.227.008,0 | 325.201,2              | 87.371,2           | 22.914,7                 | 3,72206                             | 0,26227                                       | 0,26504                     |
| 2006 | 1.294.493,4 | 354.327,3              | 92.176,7           | 25.040,5                 | 3,84400                             | 0,27166                                       | 0,27372                     |
| 2007 | 1.365.690,5 | 385.055,4              | 97.246,4           | 27.283,2                 | 3,95959                             | 0,28056                                       | 0,28195                     |

Fonte: Banco Central do Brasil – Departamento Econômico

Elaboração e projeções do autor

Obs: exportações totais de bens e serviços não fatores.

De acordo com o cenário prospectivo observado na tabela 4.2, dois dos três indicadores-chave do endividamento externo só atingiriam valores críticos nos anos 2004 (Dívida Líquida/PIB) e 2006 (Despesa Líquida de Juros/Exportações). Entretanto, o coeficiente Dívida Líquida/Exportações teria superado o seu valor crítico em 1999, sublinhando o baixo dinamismo das exportações brasileiras. Na medida em que os mercados

<sup>12</sup> Exportações de bens e serviços, i.e., exclusive receitas de juros e outros serviços relativos a outros fatores de produção como, por exemplo, salários.

financeiros internacionais vivessem uma década de absoluta tranquilidade e a poupança internacional continuasse abundante”, escreveu Freitas, “talvez o aumento prematuro do coeficiente não causasse maiores preocupações, tendo em vista os demais indicadores”.

Este quadro benigno, entretanto, significaria que não haveria necessidade de cortes imediatos e drásticos no déficit público, para que o Brasil recuperasse a sua posição econômica relativa no mundo. A própria dinâmica do desenvolvimento facilitaria a redução do déficit fiscal ao longo do tempo (a exemplo dos E.U.A), bem como, facilitaria também o fortalecimento da poupança interna.

Porém, passado quase um ano após o “Outubro Negro” de 1997, o cenário financeiro externo se contrapõe a todas essas hipóteses otimistas. O prolongamento da crise financeira mundial, iniciada com o tumulto asiático, elevou as taxas de juros e apertou a liquidez internacional, soma-se a isso, os choques adversos nas relações de troca que afetam o comércio exterior brasileiro. E mais, passada a onda de aquisições proporcionada pelo programa de privatização, o mais provável é que o investimento direto externo retroceda a uma posição menor como canal de financiamento do déficit em transações correntes, o que agravaria, *ceteris paribus*, a situação do endividamento.

Os fatores conjunturais internos e a instabilidade nos mercados de capitais internacionais, levaram, no início de setembro de 1998, os investidores e os bancos a sinalizarem para a economia brasileira mostrando toda a sua desconfiança.

O tumulto financeiro asiático, que já está prestes a completar o seu primeiro aniversário agora em 1998, estendeu-se até a Rússia conduzindo aquele país à falência e a decretação da moratória. Isto refletiu negativamente no mercado brasileiro. Bastou que, por exemplo, a agência norte americana Moody's (especializada em calcular o risco econômico envolvido na realização de investimentos em países e empresas) rebaixasse o Brasil no ranking que aponta as economias mais favoráveis para a realização de investimentos, no início de setembro de 1998, para que o mercado mostrasse todo o seu nervosismo e que a fuga de dólares dos cofres brasileiros voltasse vigorosamente. Aliás, desde o colapso russo, o Brasil havia perdido, segundo dados do BACEN, um montante de reservas equivalente a US\$ 15 bilhões. As bolsas despencavam novamente numa velocidade impressionante, forçando, mais uma vez, a equipe econômica do governo brasileiro a intervir no mercado para defender as suas reservas.

A primeira medida do BACEN, portanto, foi elevar a taxa de juros cobrada em empréstimos a bancos de 19% para 29,75%, encarecendo, dessa forma, o crédito e todos os

outros tipos de financiamento. A justificativa imediata para a adoção de tal medida recaiu sobre a pretensão do governo de reverter a tendência de fuga dos investidores estrangeiros e na tentativa de desestimular a especulação financeira, ou seja, o intuito do governo foi desestimular aqueles investidores que, assustados com a crise, buscam refúgio na moeda forte, no caso o dólar. Porém, com essa elevação da taxa de juros doméstica, ainda em setembro de 1998, o investimento no mercado financeiro brasileiro torna-se tão atraente que poucos se sentirão tentados a buscar refúgio no dólar. Por outro lado, o governo brasileiro passa a ter mais urgência em resolver os problemas cruciais da economia e que a torna suscetível a este tipo de choque, pois tal medida não pode perdurar por muito tempo, tendo em vista que a elevação das taxas de juros agrava consideravelmente o problema do endividamento externo.

A diferença entre a crise cambial recente<sup>13</sup> e as crises anteriores é que, nas crises anteriores, quando havia um ataque especulativo dirigido ao país, bastava o governo disparar os juros e enfrentar os especuladores vendendo dólares para esfriar a cotação da moeda americana, que os ataques estavam desarmados; desta vez, ocorre a fuga de dólares porque há receios, por parte dos investidores, de que o governo não consiga manter a estabilidade do câmbio e, assim, esta fuga é explicada pela desconfiança de uma desvalorização da moeda nacional, ou ainda pela expectativa de uma elevação tal nas contas externas que venha a forçar o governo a suspender o pagamento dos serviços da dívida. Além disso, um outro motivo que estava propiciando a saída de divisa forte do Brasil, segundo o diretor de política monetária do BACEN, Francisco Lopes, residiu na queda do valor de mercado dos títulos da dívida externa brasileira no exterior. Em virtude desta queda, estava ocorrendo uma violenta onda especulativa com esses papéis, uma vez que estavam sendo retirados recursos do Brasil para a compra destes títulos no mercado externo a um preço bastante reduzido, para, depois, aguardar a elevação dos juros no mercado interno e assim renegociá-los especulativamente.

Retornando ao tema da dívida externa brasileira, BATISTA Jr. (1998) observou que o volume de obrigações relacionadas à dívida externa vem sendo crescente nos últimos anos e revela alguns dados. Segundo ele, o serviço da dívida externa do Brasil foi de US\$ 27,2 bilhões em 1996, incluindo as despesas brutas de juros e as amortizações do principal. Isto comparado com o serviço da dívida de US\$ 16,9 bilhões em 1992, constituiu-se num aumento considerável. Estimativas revelavam ainda que este número alcançaria a cifra de US\$ 35 bilhões em 1997. No espaço de seis anos, entre fins de 1990 e fins de 1996, o estoque da

<sup>13</sup> Refere-se à crise cambial dos países do Sudeste Asiático, iniciada em fins de 1997 e que perdura até a presente data, i.e. o penúltimo trimestre de 1998.

dívida externa brasileira aumentou em US\$ 58,4 bilhões, passando, neste período, de US\$ 123,4 bilhões para US\$ 178,2 bilhões.

Segundo este último autor, ao contrário do que ocorreu durante a maior parte da década de 80, o serviço da dívida, na década de 90, foi sendo refinanciado por meio de novos ingressos de capitais estrangeiros. Isto significa que as obrigações decorrentes das dívidas existentes, inclusive as que resultaram dos acordos de reestruturação de bancos comerciais e o Clube de Paris, passaram a ser cobertas, com relativa facilidade, pela emissão de novas obrigações com o exterior, conforme escreveu este autor:

“em função do ingresso de novos capitais, sob a forma de empréstimos e investimentos, as transferências líquidas de recursos externos – definidas como a diferença entre o ingresso líquido de capitais (autônomos e compensatórios) e o pagamento líquido de juros e lucros – têm sido positivas para os países da América Latina e o Caribe desde 1991. Entre 1982 e 1990, essa transferência líquida havia sido sempre fortemente negativa, tendo representado, em média, o equivalente a 2,1% das exportações de bens e serviços da região. De 1991 em diante, as entradas de capital passaram a superar os dispêndios líquidos com juros e lucros, e as transferências líquidas voltaram a ser positivas, alcançando o equivalente a 8% das exportações, em média, no período 1991-1996. As transferências líquidas recebidas do exterior têm permitido, por um lado, aumentar as reservas internacionais dos países e, por outro, sustentar níveis de dispêndio doméstico em consumo e investimento superiores ao produto interno bruto da região” (p.26).

De acordo com o exposto, evidentemente os compromissos externos não têm sido pagos, até então, com recursos reais gerados domesticamente, mas vêm sendo feitos de forma “indolor”. Entretanto, esta farta liquidez de recursos externos na década de 90 alimentou um perigoso sentimento de complacência, cujas as conseqüências são as graves dificuldades econômicas resultantes dos compromissos internacionais assumidos. A experiência histórica, por outro lado, tem nos mostrado que, nesses momentos de euforia financeira, sempre aparecem analistas e governantes dispostos a assegurar que o novo período de expansão do endividamento apresenta características novas e peculiares, que os tornariam imunes aos riscos apontados por esta mesma experiência histórica. Mas, como bem assinalou Greenspan, “...lamentavelmente, a história está repleta de ‘novas eras’ que, no final, provaram ser miragens”.<sup>14</sup> Convém ressaltar ainda, que algumas peculiaridades deste ciclo recente de

<sup>14</sup> Alan Greenspan “Monetary Policy Testimony and Report to the Congress”, February, 26, 1997, Federal Reserve Board, p. 6 (disponível na Internet em [www.bog.frb.us/boarddocs/hh/](http://www.bog.frb.us/boarddocs/hh/)).

absorção de recursos externos contribuem para dificultar a percepção dos riscos envolvidos. BATISTA, por exemplo, observa ainda que, “nas décadas de 70 e 80, os empréstimos e financiamentos preponderavam por larga margem na composição dos ingressos de capitais na América Latina e, portanto, a dívida externa constituía uma aproximação razoável do passivo externo total dos países da região”. Segundo este mesmo autor, atualmente isso já não é mais verdade, uma vez que os investimentos diretos (como os que resultam, muitas vezes, de operações de privatização) ou os investimentos de portfólio (como, por exemplo, as aplicações em bolsa de valores) constituem parte substancial do capital oriundo do exterior. Dessa maneira, como esses passivos não são contabilizados na dívida externa, os dados referentes ao estoque e ao serviço da dívida, assim como as suas relações com as exportações ou o PIB, subestimam significativamente a extensão do problema.

Todavia, apesar das diferenças no que se refere à composição do fluxo de capitais, os acontecimentos nos anos recentes guardam alguma semelhança com o processo de endividamento da década de 70, pois, agora, como antes, a acumulação de déficits no balanço de pagamentos em conta corrente e de um estoque ponderável de passivos externos, parte dos quais de curto prazo e de caráter volátil, expõe a economia brasileira, e as da América Latina em geral, a uma grande vulnerabilidade financeira externa, deixando-as a mercê da instabilidade dos mercados internacionais de capitais.

No caso brasileiro, o excesso de liquidez internacional de capitais da década de 90 permitiu o êxito do Plano Real, ao propiciar a sustentação da sobrevalorização da moeda nacional, porém, como resultado óbvio, verificou-se uma elevação substancial do déficit no balanço de pagamentos. Aliás, nem é preciso retornar aos anos 70 e 80 para ilustrar os riscos associados à acumulação desmedida de déficits e passivos externos, pois a experiência mexicana, em 1995, é uma confirmação eloqüente dos problemas que um endividamento imprudente pode provocar, além disso, a crise cambial e financeira da Tailândia e outras economias do sudeste Asiático, em 1997, demonstrou o elevado preço que uma economia corre o risco de ter que pagar quando se deixa seduzir pelas facilidades de apreciação cambial e do endividamento em larga escala. BATISTA Jr., logo após o estouro da crise asiática em fins de 1997, já alertava à respeito da maior relevância dessas questões para a economia brasileira depois que o Plano Real conduziu a um crescente desajuste do balanço de pagamentos em conta-corrente, pois, como se sabe, déficits em conta-corrente implicam aumento do passivo externo líquido do país, uma vez que o seu financiamento requer ingresso líquido de empréstimos e investimentos ou diminuição das reservas internacionais e outros

ativos externos do país. Em consequência, escreveu ele, “tende a haver aumento dos compromissos externos sob a forma de juros, lucros e dividendos”. E prossegue, “...o aumento dos pagamentos de juros e das remessas de lucros e dividendos pressiona, por sua vez, o déficit em conta-corrente no futuro, levando à acumulação de passivos adicionais com o exterior”.

A falta de credibilidade internacional da economia brasileira está associada, portanto, às peculiaridades apresentadas até aqui, em outras palavras, a forte dependência de recursos externos, ao desequilíbrio de suas contas externas, à falta de geração de poupança interna, enfim, à ausência de mudanças nos fundamentos da economia nacional.

Além da queda de sua posição no ranking da Moody's, o Brasil apareceu como uma economia perigosa na avaliação de alguns bancos e em publicações econômicas, justamente porque este tipo de comentário é, em grande parte, associado a uma análise dos números apresentados pela economia brasileira, isto é, apresenta um déficit público atual da ordem de 7% do PIB;<sup>15</sup> uma dívida interna que já preocupa há muito tempo; e uma grande dependência do mercado financeiro internacional como já dissemos (para fechar as suas contas externas até o final de 1998, o Brasil precisará de US\$ 20,8 bilhões – Fonte: Bacen)

A economia brasileira não mudou seus fundamentos, mas o que os analistas esperam daqui por diante é uma maior contração. Antes do calote russo e do segundo ataque especulativo contra o Real, o governo brasileiro e os consultores falavam em um crescimento do PIB, entre 1,5% e 2% agora em 1998, entretanto, depois disto, ninguém mais arrisca um palpite acima de 1%. E mais, a taxa de desemprego que estava projetada para 6,5% deve fechar o ano em 7% (o número de desempregados atualmente no país é de cerca de 13 milhões de trabalhadores). Para o ano de 1999 as previsões são piores. Calcula-se um crescimento econômico de 3%, hoje, fala-se em 0,5% ou menos ainda.

Diante deste quadro, o governo brasileiro já prepara um novo programa de ajuste fiscal para ser implementado nos próximos dois anos (1999-2000), o que significa uma vida mais apertada. Além disso, o governo, que até há pouco tempo relutava em buscar auxílio junto a organismos internacionais, já negocia a ajuda externa junto ao Fundo Monetário Internacional. Entretanto a experiência anterior nos faz supor que o FMI certamente não concederá algum tipo de ajuda ao Brasil sem exigir que o governo brasileiro promova os ajustes necessários, i.e., adequados às suas exigências, para conceder os recursos. E, como é

---

<sup>15</sup> Deste déficit público de 7% do PIB, 6,5% resultam dos juros do serviço da dívida. Fonte: Folha de São Paulo, 27/09/98.

costume padrão na economia brasileira, o ônus destes ajustes recairá sobre o conjunto da sociedade, a mesma a quem o governo, em nome da conjuntura mundial de crise, pede que compreenda a “necessidade de maiores sacrifícios”. Em suma, a crise saiu do campo financeiro para bater na economia real.

## 5. CONCLUSÃO

Embora se reconheça que o tema da globalização seja por demais abrangente, este fenômeno, desenvolvido nas últimas décadas, é aqui tratado como um conjunto de transformações que ocorreram na ordem política e econômica a nível mundial. Este movimento inicia-se primordialmente após o fim da Guerra Fria e da bipolaridade da economia mundial em torno dos E.U.A. e a antiga URSS, e convergiu, cada vez mais, para a crescente integração dos mercados, consolidando, assim, a maior interdependência entre as diversas economias mundiais.

Entre os elementos propulsores deste mercado de consumo a nível global, merecem destaque, entre outros, a considerável explosão tecnológica ocorrida neste período, a evolução do sistema de transportes e o avanço nas áreas de informática e telecomunicações que propiciaram uma maior rapidez no acesso das informações em geral.

As grandes corporações internacionais originárias de megafusões, acordos de cooperação e aquisições em geral, exercem grande controle desses mercados integrados na chamada “aldeia global” e, é exatamente a expansão destes gigantes que marca o processo de globalização.

Outro aspecto importante relativo a esse processo decorre das mudanças significativas que ocorreram no modo de produção das mercadorias. Dado que a integração crescente dos mercados requer maior esforço, por parte dos agentes econômicos, isto é, eleva o grau de competitividade existente entre os mesmos, eles procuram se instalar em qualquer parte do mundo onde as possibilidades de se auferir elevadas vantagens econômicas são maiores. As estratégias destes agentes são orientadas para a busca constante da redução dos seus custos. Isto possibilita a conseqüência da redução de seus preços e a realização de maiores gastos em Pesquisa e Desenvolvimento, acompanhados de produtos cada vez mais sofisticados. Como conseqüência, o mercado de trabalho passa a exigir, de forma crescente, uma maior qualificação da mão-de-obra, excluindo cada vez mais do mercado, desta maneira, aqueles trabalhadores com baixo nível de instrução, ou seja, aqueles pertencentes, em sua grande maioria, às camadas menos favorecidas da população.

Cabe à formação de blocos econômicos, atuando de forma conjunta no mercado internacional, um importante papel na instauração dessa “nova ordem internacional”, uma vez que os países, geralmente de uma mesma região geográfica, foram se associando com o intuito de estabelecer relações privilegiadas entre si a partir de reduções de barreiras em geral

com vistas à criação de zonas de livre comércio. Isto elevou relativamente o grau de interdependência entre os países que optaram pela maior abertura de suas economias ao mercado externo, bem como, ao mesmo tempo, aumentou a suscetibilidade destas à crises internacionais, uma vez que, dada a maior integração dos mercados, os efeitos destas crises passam a se refletir em cadeia. Em outras palavras, a doença de uma economia contamina as outras cujos os vínculos com a economia enferma são preponderantes.

Em suma, podemos dizer que a globalização está associada a uma aceleração do tempo na medida em que as mudanças e os deslocamentos cada vez mais rápidos, constituem-se num processo fenomenal de aceleração do ritmo da atividade capitalista. Este processo, por sua própria natureza, afeta os diversos aspectos das relações sociais e pode, por conseguinte, ser caracterizado sob diversas óticas.

Sob o ponto de vista econômico, para muitos o processo de globalização está mais intimamente associado à “financeirização do capital produtivo”, uma vez que, na busca constante de redução de custos para a garantia da competitividade no mercado integrado globalmente, os agentes econômicos passam a considerar os custos de transação como sendo mais relevantes do que propriamente os custos de produção, isto é, eles buscam valores adicionais neste mercado altamente competitivo através – dada as transformações que ocorrem na esfera econômica internacional - de ajustes contínuos que possibilitam a redução de seus custos financeiros. Já em relação aos lucros auferidos, estes são obstinados, principalmente, para investimentos em ativos financeiros nas diversas bolsas de valores ou para a realização de megafusões.

Nós, no entanto, entendemos que, de uma perspectiva estritamente financeira, a um maior grau de globalização correspondem simultaneamente: a) um aumento do volume de recursos; b) um aumento da velocidade de circulação desses recursos; c) a interação dos efeitos desse aumento de volume de recursos e o aumento da velocidade de circulação dos mesmos. Entretanto, se esses movimentos, por um lado, podem ser entendidos como ruptura de formas arcaicas, i.e., como a superação de barreiras impostas ao movimento de capitais a nível internacional que ocorria antes da abertura dos sistemas financeiros nas diversas economias mundiais, por outro, conduzem à maior suscetibilidade destas economias a ataques especulativos.

Visto sob uma perspectiva comercial, o processo de globalização, torna evidente, ao mesmo tempo, uma crescente semelhança nas estruturas de demanda e uma crescente homogeneidade da estrutura de oferta nas diversas economias. Decorrem daí: a apropriação de

ganhos de escala, através da exploração das vantagens comparativas; a crescente uniformização das técnicas produtivas a administrativas; a redução do ciclo do produto; e o surgimento de novas formas de competição, uma vez que a concorrência em termos de tecnologia de processos e isto, por sua vez, eleva os custos das empresas em pesquisa e desenvolvimento de produtos e induz o setor administrativo a buscar novos métodos de gerenciamento que acompanhem a evolução dos tempos.

Já encarado sob o ponto de vista do setor produtivo, o processo de globalização sinaliza no sentido de uma convergência das características do processo produtivo, principalmente através da verificação das semelhanças existentes entre as técnicas produtivas adotadas pelas empresas e as suas estratégias administrativas, que passam a ser guiadas pelas vantagens adicionais que se podem obter através da mobilização de seus capitais e não apenas pelas suas disponibilidades de recursos. Entretanto, os efeitos da globalização sobre a estrutura produtiva têm gerado alguma polêmica. Há argumentos no sentido de que este processo pode conduzir a consolidação de oligopólios em escala mundial, uma vez que, segundo os defensores desta tese, as empresas, freqüentemente, procuram utilizarem-se de instrumentos para facilitar os seus ingressos em mercados específicos, bem como, para ampliar os seus acessos às tecnologias e compartilhar riscos e custos. Neste sentido, estas empresas, ao recorrerem constantemente a acordos cooperativos entre elas, são responsáveis por uma fração crescente da valor produzido a partir da interligação de suas estruturas de oferta.

Sendo assim, as empresas que constituem o núcleo dessas estruturas de oferta como, por exemplo, as grandes transnacionais, seriam aquelas que teriam as melhores condições para se apropriarem dessa cadeia de valor adicionado, tornando, de certa forma, plausível a crença de que o processo de globalização, na esfera produtiva envolveria algum tipo de convergência que, no limite, poderia acarretar uma participação crescente de um número cada vez mais reduzidos de empresas no total da produção da economia. Todavia, a multiplicação do número de empresas transnacionais, ao longo dos últimos vinte anos, tem negado essa tendência de concentração de poder em algumas empresas individuais, apesar da evidência da crescente interação do processo produtivo. Além disso, essas transnacionais tendem, como observou BAUMANN (1996), a concentrar a sua produção em termos regionais (regiões mais propícias a maiores ganhos financeiros) sendo bastante reduzidos os exemplos universais.

Sob o ponto de vista institucional, a globalização leva a semelhanças crescentes em termos da configuração dos diversos sistemas nacionais, bem como, tem, ao mesmo tempo,

conduzido a uma convergência dos requisitos de regulação destes sistemas. Esta homogeneidade tem se verificado tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento, uma vez que percebe-se uma crescente uniformização das relações jurídicas tanto entre as empresas como entre os países.

Finalmente, observa-se que o processo de globalização, visto sob a perspectiva da política econômica, tem implicado na perda de soberania econômica e política de diversos países, uma vez que as magnitudes envolvidas nas transações econômicas mundiais são de tal dimensão que, às vezes, os instrumentos convencionais de política econômica se tornam insuficientes para promover os ajustes das economias individuais. Em outras palavras, os condicionantes externos passam a influir cada vez mais na sobredeterminação da agenda das políticas econômicas nacionais, bem como os temas supranacionais aparecem cada vez mais na pauta das agendas de política econômica em diversos países.

Supõe-se portanto, que, talvez, a razão mais plausível para que a globalização tenha o seu sentido mais associado aos efeitos diretamente vinculados aos movimentos financeiros internacionais, seja em virtude destes impactos se refletirem mais rapidamente nas diversas economias.

O processo de internacionalização dos mercados financeiros, que começou a tomar impulso a partir do final da década de 50, se intensifica na década de 70 quando a maior parte das moedas européias tornaram-se plenamente conversíveis. Além disso, a redução do dinamismo da economia norte-americana desde o final dos anos 60, em paralelo com o dinamismo das exportações asiáticas e a redução do ritmo da produtividade nas economias dos Estados Unidos e da Europa, ao motivarem a desregulamentação e o grau de intervencionismo no mercado financeiro, antecederam este processo de "financeirização do setor produtivo", i.e., permitiram que os recursos financeiros disponíveis a nível mundial superassem a capacidade de demanda do setor produtivo real.

Entre os eventos específicos que contribuíram para intensificar este movimento de financeirização do setor produtivo, ressalta-se o processo de abertura do sistema financeiro norte-americano e a desvinculação da moeda americana, do lastro ouro, pois contribuíram para estimular substancialmente a liquidez internacional.

Portanto, a globalização financeira transcende à expansão do setor bancário, estando intimamente associada à desregulamentação dos mercados financeiros internacionais, que elevou a participação de agentes não-bancários (fundos de pensão, fundos mútuos, etc.) no mercado financeiro. Além disso, outra consequência da desregulamentação desses mercados

financeiros foi o aumento do volume de recursos em circulação em “terceiros mercados”, principalmente nos chamados “paraísos fiscais”. Isto contribuiu para a elevação da disponibilidade financeira em áreas fora do controle das autoridades monetárias e fiscais. Já a maior disponibilidade de recursos, por sua vez, constituiu-se em fonte importante de financiamento para as freqüentes fusões de empresas ocorridas na década de 80.

Ressalta-se ainda que o processo de globalização financeira foi acompanhado, ao longo das últimas décadas, de uma substancial elevação no volume de investimento direto externo em termos agregados. As estatísticas realizadas revelaram que a relação estoque de investimento externo direto/total da produção mundial, teria dobrado entre 1960 e 1990<sup>16</sup>. Em outras palavras, o investimento externo tornou-se mais dinâmico do que a formação de capital nas economias nacionais, ao mesmo tempo em que a movimentação financeira internacional passou a superar substancialmente os sistemas financeiros nacionais.

Sendo assim, conclui-se, portanto, que os fatores relacionados à globalização dos mercados financeiros, ou seja, a maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, o acirramento da pressão competitiva no sistema financeiro internacional e o avanço do processo de internacionalização da produção de serviços financeiros, são fatores que atuam em conjunto e que impulsionam este processo a diante. Acrescenta-se ainda a estes fatores, o já mencionado papel do avanço nas áreas de comunicações e na de informática, que reduziu os custos de transação e facilitou as negociações entre os agentes, e a ampliação da validade da área de direito internacional, que elevou a confiança no cumprimento das leis e dos contratos internacionais.

Estes, portanto, foram os fatores que concorreram, simultaneamente, para a elevação substancial dos fluxos de capitais a nível mundial e que reforçam, ao mesmo tempo, a tese de que a globalização dos mercados financeiros deve permanecer como uma nova faceta do sistema capitalista contemporâneo.

Entretanto, no contexto desta nova configuração do sistema econômico mundial, as relações internacionais passam a ser caracterizadas por um elevado grau de incerteza que, inicialmente, estava associado a mudanças na configuração do poder mundial, uma vez que após a eliminação da União Soviética e o término da Guerra Fria, acenderam-se as diferenças e tensões entre os antigos aliados ocidentais. Não obstante a isto, o elevado e contínuo desenvolvimento das economias do Leste Asiático, que vinha se verificando desde o final dos anos 60, redundou na redistribuição do poder econômico mundial do Ocidente para o Oriente.

---

<sup>16</sup> Fonte: UNCTAD (1993).

As taxas anuais médias de crescimento das economias do Leste Asiático, entre 1960 e 1990, foram entre 6,5% e 7,5% e evidenciam a elevação do peso econômico da região na economia mundial, antes marcada pela supremacia norte-americana acompanhada por algumas economias européias.

Por outro lado, como a crise asiática de fins de 1997 mostrou, as conseqüências deste crescimento foram perversas para a região e, por conseguinte, para as principais economias mundiais. Isto porque o crescimento dos chamados Tigres Asiáticos baseava-se no aumento de insumos mensuráveis e não no aumento da eficiência da economia. No entanto nem mesmo aqueles economistas que consideravam exageradas as afirmações sobre um “possível milagre econômico asiático” e que previam que a Ásia teria que esbarrar em retornos decrescentes, foram capazes de prever algo semelhante à crise asiática e os seus desdobramentos sobre estas diversas economias mundiais.

Entretanto, os elevados déficits em conta corrente das economias daquela região eram apontados como responsáveis pela falta de imunidade, destas mesmas economias, contra crises financeiras.

A crise asiática surpreende pela sua magnitude. Os colapsos observados nos mercados domésticos de ativos e as falências generalizadas que ocorreram na Ásia, retratam a dimensão do problema.

O economista norte-americano, Paul Krugman diz que a crise asiática, para ser melhor compreendida deve, face a realidade dos fatos, ser abordada sob um enfoque diferenciado daquele da teoria convencional acerca de crises cambiais, que focaliza quase que exclusivamente a taxa de câmbio e relega a segundo plano os preços dos outros ativos. Segundo este autor, as crises, de acordo com esta teoria convencional, são provocadas da seguinte maneira: a) nos modelos de crises cambiais “canônicas” ou de “primeira geração”, o persistente financiamento do déficit orçamentário governamental via emissão de moeda, reduz, com o passar do tempo, as reservas necessárias para os governos sustentarem a taxa de câmbio, tornando suas economias suscetíveis a ataques especulativos; b) nos “modelos de segunda geração”, há a possibilidade de os governos optarem pela preservação ou não da taxa de câmbio a partir da consideração do diferencial entre a flexibilidade macroeconômica de curto prazo e a credibilidade de longo prazo, porém a defesa da paridade cambial poderia ser mais cara, pois poderia requerer taxas de juros mais elevadas caso o mercado desconfiasse do êxito de tal estratégia e, desta forma, os ataques especulativos resultariam de uma prevista

determinação futura dos fundamentos macroeconômicos ou através de uma “profecia auto-realizável”.

Os governos nacionais podem, no entanto, influenciar o mercado de câmbio a partir da combinação de suas medidas de política monetária e de política fiscal, bem como, através do uso de controles cambiais.

No que se refere à política monetária, por que a taxa de câmbio influi no comportamento dos preços e na atratividade dos ativos financeiros domésticos, porém, como sabemos, esta taxa de câmbio pode ser uma taxa “apreciada” ou “depreciada”. No primeiro caso, esta apreciação pode elevar artificialmente o padrão de vida do país e contribuir, através do barateamento das importações, para a estabilidade dos preços domésticos, embora este tipo de estratégia conduza, em geral, a crises de balanço de pagamentos; já a taxa depreciada, pode gerar superávits comerciais por longos períodos, mas através da transferência indevida de recursos do país para o exterior e do empobrecimento de sua população. Sendo assim, o único objetivo factível de longo prazo se traduz na busca do equilíbrio estável, entretanto, a ampla liberdade nas movimentações de capitais à nível mundial, constitui-se em obstáculo contínuo para a asseguuração deste equilíbrio, uma vez que seus efeitos repercutem globalmente.

No que se refere à política fiscal implementada por um país, esta constitui-se num importante fator na busca de configurações sustentáveis, uma vez que a manutenção de um sistema tributário nacional pode garantir esta sustentabilidade.

Já a importância dos controles cambiais sobre o mercado de câmbio, reside no fato de que estes atuam de forma flexível e de acordo com as diretrizes macroeconômicas. Sendo assim, estes controles cambiais, que podem ser usados para estimular ou desestimular o mercado de câmbio e/ou para produzir vedações à demanda, se constituem em fundamentais para a reação a choques externos, embora também se admita que eles, no atual contexto da economia mundial, se constituem em expedientes burocráticos que encarecem os custos públicos e privados.

A realidade, entretanto, nos mostra que os maciços movimentos internacionais de capitais, principalmente aqueles de curto, que arbitram entre taxas de juros e jogam em termos de bolha especulativa nas bolsas mundiais, exige que os governos nacionais procurem criar as condições e os aparatos mais adequados para afugentar os riscos introduzidos pelo chamado “capital volátil”. Os acontecimentos recentes na economia mundial servem como sinal de alerta para que estes governos passem a dar mais importância à manutenção da estabilidade econômica, saber o tipo de capital que está ingressando na economia, saber se é de curto ou de

longo prazo, bem como, para qual setor ele está convergindo. Reconhecemos, neste sentido, que entre as novas exigências que recaem sobre a gestão governamental, estão:

a) sobretudo os governos nacionais precisam obter o perfeito conhecimento do tipo de capital que ingressa na economia, se é de curto prazo ou de longo prazo, por exemplo;

b) devem direcionar a sua alocação de forma eficiente, como definir, por exemplo, se ele deve ser dirigido a investimentos no mercado interno ou para elevar o nível das exportações.

A crise financeira global que estamos assistindo já tornou-se história desde que levou a economia mundial a sentir o seu maior baque desde a Grande Depressão de 1929. Esta crise exhibe os primeiros traços de sua dimensão quando a queda da bolsa de valores de Hong Kong, no "Outubro Negro" de 1997, derruba os principais mercados financeiros mundiais e provoca a perda de um volume de recursos financeiros bastante significativo. A queda da bolsa de Hong Kong é atribuída à abissal elevação das taxas de juros internas, que, por sua vez, se constituiu como um mecanismo emergencial para evitar a desenfreada fuga de capitais decorrente de um ataque especulativo dos investidores contra o dólar local. Entretanto, a referida fuga de capitais, que gerou uma enorme perda na bolsa de Hong Kong, já estava prenunciada, tendo em vista a anterior desvalorização cambial ocorrida em Taiwan e Coreia do Sul que gerou uma considerável elevação dos juros, acarretando na elevação das taxas de inadimplência e a conseqüente desaceleração do ritmo de atividade econômica.

Entre os fatores que foram sinalizados com a eclosão da crise asiática, destacam-se fatores estruturais, tais como: as fraquezas institucionais e políticas que foram escamoteadas durante anos de crescimento rápido e a relação incestuosa entre o poder político e o poder econômico na região. Entretanto, apesar da falta de confiança institucional e a onda de corrupção latente nas economias asiáticas, o aspecto mais significativo para explicar o colapso destas economias reside no modelo de crescimento adotados pelas mesmas. Isto é, o rápido crescimento observado nas economias asiáticas foram propiciados por elevadas dosagens de capital externo. Este tipo de capital (em maior vulto), por sua vez, constitui um risco elevado uma vez que, em virtude do maior grau de internacionalização das economias e as facilidades eletrônicas recentes, ele pôde ser retirado repentinamente, acarretando, desta maneira, a quebra dessas economias.

No caso de Hong Kong, por exemplo, esta economia era tida como um ícone do livre mercado e da globalização de capitais internacionais. Entretanto, a elevada sobrevalorização dos ativos (estimada em 50%) constituiu-se num dos alimentos dos especuladores (vide

(GAMEZ, 1997, p. 35). O colapso ocorreu, então, quando os investidores perceberam que os ativos em que aplicavam recursos, como imóveis e ações, estavam supervalorizados e que, estavam, dessa forma, financiando dívidas impagáveis. Assim, resolveram cortar o financiamento bruscamente e foi o que se viu.

Além disso, a fragilidade das economias asiáticas já era sinalizada pelos primeiros sinais de esgotamento da máquina de exportações dos Tigres Asiáticos e, principalmente, pela estagnação da economia japonesa.

Segundo a análise do economista norte-americano Paul Krugman, os detonadores da crise asiática foram a extraordinária mobilização de recursos externos e a supervalorização dos ativos que compunham a garantia dos empréstimos e financiamentos. Entretanto, tanto esta enorme mobilização de recursos externos como a supervalorização dos ativos são reflexos de acontecimentos de natureza política e das próprias ações estruturais do mercado financeiro internacional que prioriza a especulação financeira ao invés do investimento no setor produtivo.

Para o referido autor, a crise asiática apresenta alguns aspectos que fogem da teoria tradicional acerca de crises cambiais, uma vez que os problemas decorrentes de déficits fiscais ou de tentações macroeconômicas que caracterizam, respectivamente, os citados modelos de primeira e segunda geração, mencionados neste trabalho, negligenciam o papel desempenhado pelos intermediários financeiros (e o “risco moral” associado a eles na ausência de regulamentação sobre as mesmas), bem como a questão relacionada ao preço de ativos reais como capital e terra. Estes, portanto, são os dois aspectos importantes explicativos da explosão da “bolha especulativa” e do subsequente colapso dos preços dos ativos em geral que caracterizam a crise na Ásia. Em suma, a crise cambial não constituiu-se na causa da derrocada das economias asiáticas, mas sim como um sintoma de um problema real, i.e., a manutenção da instabilidade econômica e o elevado grau de incerteza dela decorrente.

Os excessos financeiros, por sua vez, traduziam-se em vultoso volume de capital altamente especulativo. Este sistema era alimentado por instituições (intermediários financeiros) cujos passivos pareciam contar com garantias implícitas do governo, entretanto, em virtude destas instituições serem essencialmente desregulamentadas elas estavam fragilizadas pela sua sujeição ao que Krugman denomina de “problema de risco moral”. Na verdade, quando estas instituições optavam por seguir políticas de crédito excessivamente elevadas, elas adotavam uma postura de elevada desconsideração ao risco, que resultaram numa “superprecificação” dos ativos que foi sustentada por um tipo de processo circular que

conduziu esta superprecificação dos ativos de alto risco. Tal fato, fazia crer que os intermediários financeiros tinham uma condição financeira mais sólida do que a que realmente tinham.

Desta maneira, foi só os investidores perceberem a supervalorização dos seus ativos e que estavam financiando dívidas impossíveis de serem sanadas, para que cortassem, repentinamente, os seus financiamentos. Este corte, por sua vez, acarretou na queda do preço dos ativos, que antes haviam experimentado uma notável expansão, e culminou com a crise desencadeada na Ásia em 1997. O mesmo processo circular ocorre em relação ao declínio nos preços dos ativos, porém, de forma inversa, uma vez que conduziu à posterior deflação nos preços destes ativos como resposta à constatação da insolvência dos intermediários financeiros e da subsequente interrupção de suas operações, o que acarreta uma queda ainda maior nos preços dos ativos.

Os credores dos intermediários financeiros asiáticos não contavam, na verdade, com garantias explícitas do governo, entretanto, elas apareciam implicitamente através de artigos da imprensa que sugeriam tal fato, bem como, através das fortes ligações políticas existentes entre os proprietários das instituições de intermediação financeira e o setor público. Em virtude disso, os intermediários financeiros inclinaram-se a realizarem investimentos que pagassem retornos elevados. Porém, estes retornos elevados, dado o alto risco dos investimentos, só aconteciam caso eles tivessem sorte. Caso contrário, as perdas seriam extremamente pesadas.

No modelo explicativo de Krugman, estes intermediários aparecem como garantidos e não teriam nenhum custo pessoal caso suas instituições viessem a falir. Assim, é justificada a predileção dos intermediários financeiros garantidos pelo investimento arriscado, apesar do seu baixo retorno esperado. Estes intermediários financeiros super-garantidos e sub-regulados, por sua vez, levam a economia a um investimento excessivo a nível agregado. Este investimento excessivo ocorre à medida que tais intermediários se concentram no que Krugman denomina de "Valor de Pangloss", isto é, nos valores que as variáveis relevantes poderiam assumir "no melhor de todos os mundos", o que constituía a única forma dos investidores obterem lucros excessivos, uma vez que a competição entre os intermediários potenciais iriam corroer tais lucros. Assim, a existência de intermediários propensos ao risco moral, desloca do mercado os investimentos em ações e empurra o estoque de capital para um patamar superior. Este investimento excessivo, por sua vez, reduz o bem-estar esperado, dado que o aumento dos ganhos no "estado favorável" não é capaz de compensar as perdas

ampliadas no “estado desfavorável” Esta distorção, por sua vez, é agravada pela globalização financeira, uma vez que, na sua ausência, a demanda excessiva de investimentos, alimentada pelo padrão do risco moral na intermediação financeira, iria traduzir-se numa simples elevação das taxas internas de juros.

Ainda segundo Krugman, o considerável surto de expansão e contração nos investimentos e no preço dos ativos observados nas economias asiáticas refletiram o fato de que tais ativos apresentavam uma oferta perfeitamente elástica, o que significava que o impacto causado pela presença dos intermediários financeiros não recaiu sobre as quantidades destes ativos, mas sim sobre os seus preços. Finalizando a sua análise, este autor procura mostrar como um regime com risco moral e ativos supervalorizados, como o asiático, era suscetível a crises financeiras. Isto porque as garantias implícitas fornecidas pelo setor público, como era de se esperar, só estariam disponíveis até aquele ponto em que podiam ser honrados ou em que honrá-las tornar-se-ia muito dispendioso para o governo. A interrupção de tais garantias, por sua vez, conduziriam ao colapso dos intermediários financeiros e a insolvência dos mesmos levada à tona produziria um efeito “magnificador” sobre as perdas, uma vez que o declínio dos preços dos ativos minam tais instituições e, o colapso das mesmas ratifica a queda destes preços.

Em suma, as flutuações cambiais observadas na Ásia, mostraram-se mais como um sintoma do que como a causa da crise financeira. Além disso, a capacidade da crise se espalhar, mesmo na ausência de choques externos ou de fortes ligações entre as vítimas iniciais da crise asiática e as demais economias que foram contaminadas, deveu-se à vulnerabilidade das economias asiáticas a pessimismo auto-realizável, o que gerou a espiral deflacionária no mercado de ativos e minou a desintermediação.

As mudanças estruturais ocorridas, nos últimos anos, tanto nos países desenvolvidos como nos países em desenvolvimento permitiram, em parte, que países como o Brasil desfrutassem de um rápido crescimento nas entradas de capitais. A desregulamentação dos mercados financeiros, a crescente institucionalização da poupança nas economias amadurecidas e a busca de diversificação das carteiras de investimento, refletiram as condições favoráveis para a elevação dos fluxos de investimento externo entre os diversos países. Entretanto, se, por um lado, o aumento do acesso aos mercados financeiros globais propiciaram a implementação dos modelos de crescimento de muitos países, por outro, expôs a fragilidade dos mesmos às mudanças repentinas na percepção dos investidores, o que conduziu a ataques especulativos dirigidos às suas moedas.

No Brasil, o primeiro ataque especulativo, que ameaçou a estabilidade de câmbio, deu-se imediatamente após a queda da bolsa de Hong Kong, isto é, o efeito imediato do choque externo fez com que o mercado financeiro nacional despencasse. Tal fato evidenciou o descrédito dos investidores na economia local, o que acarretou uma substancial fuga de capitais externos do país. Para conter esta fuga dos investidores, mas também de promover o retorno dos mesmos. Entre as razões que levaram o governo a optar pela sustentação do câmbio citamos duas: primeiro, por que, do ponto de vista técnico, uma desvalorização cambial implicaria no retorno da inflação (contida a partir da implantação do Plano Real; segundo, porque, do ponto de vista político, considerando que o choque externo deu-se num período pré-eleitoral, era preferível um cenário recessivo, desde que os índices de preços domésticos permanecessem constantes.

Além da medida emergencial que culminou na elevação das taxas de juros, o governo brasileiro elaborou - depois de evidenciada a fragilidade da economia doméstica a choques externos, como a crise asiática - um pacote de natureza fiscal cujas medidas adotadas, em fins de 1997, tinham por finalidade elevar as receitas e reduzir os gastos do setor público, bem como, procurou apressar as reformas constitucionais que iriam possibilitar, entre outros elementos, a privatização de empresas estatais, a própria elevação da carga tributária e a quebra da estabilidade dos empregos em alguns serviços públicos, enfim, o referido pacote implicou na redução dos investimentos públicos e foi justificado, de acordo com o próprio governo, pelo reconhecimento dos desequilíbrios nas contas públicas.

Na verdade, a principal característica da economia brasileira ao longo dos últimos anos, está associada à sua elevada dependência de recursos externos e, foi exatamente os desequilíbrios nas contas públicas que geraram - no ambiente de crise vivenciado pelas economias mundiais e explicitado a partir do colapso asiático - as expectativas desfavoráveis dos investidores em relação à economia nacional.

A retomada dos fluxos internacionais de capitais para a América Latina e para o Brasil, nos anos 90, permitiram o êxito do Plano Real. Entretanto, o Plano serviu para recompor a taxa de consumo da sociedade brasileira em níveis mais elevados que os observados durante o período de forte expansão dos anos 70. Isto evidencia que o financiamento externo acabou sendo mais direcionado ao consumo do que ao investimento produtivo e à formação de poupança interna.

Deste modo, a economia brasileira experimentou um crescimento mais expressivo entre 1993 e 1995. A partir daí, a economia volta a esbarrar nas limitações do balanço de

pagamentos. Além disso, a crise mexicana, em fins de 1994, trouxe um efeito negativo para a economia, tendo em vista que agravou o já elevado déficit em transações correntes. O perigo de uma crise cambial naquela instância, levou o Banco Central a adotar um conjunto de medidas monetárias e, principalmente creditícias, no início de 1995, que levaram a economia à recessão até quase meados de 1996. A partir de então, a economia experimenta uma gradual recuperação e ganha força ao longo de 1997. Entretanto, como vimos, o colapso asiático que forçou o choque dos juros, e culminou com o referido pacote fiscal, em novembro deste mesmo ano, interrompeu a já lenta recuperação econômica do país. O desemprego aumentou, o crédito foi ainda mais reduzido, elevou-se a inadimplência, enfim, houve uma brusca interrupção dos recursos necessários para financiar os projetos do desenvolvimento.

Em suma, o que se observa na economia brasileira que, como dissemos, é altamente dependente do financiamento externo, é que os investidores internacionais têm assumido, de forma crescente, uma posição cautelosa em relação ao Brasil, exigindo medidas macroeconômicas contracionistas de ajustes para continuar aportando recursos.

Num estudo prospectivo, FREITAS (1998) conclui que não haveria necessidade de cortes imediatos e drásticos no déficit público, para que a economia brasileira recuperasse a sua posição econômica relativa no mundo, apenas na medida em que os mercados internacionais vivessem uma década de absoluta tranquilidade e a poupança internacional continuasse abundante, pois a própria dinâmica do desenvolvimento facilitaria a redução do déficit público ao longo do tempo, bem como o fortalecimento da poupança doméstica. Entretanto, conforme evidenciamos hoje, o cenário financeiro externo, conforme admite o próprio autor, se contrapõe a essas hipóteses otimistas, uma vez que a duração da crise financeira mundial iniciada a partir da crise que se abateu sobre as economias asiáticas, elevaram as taxas de juros e apertaram a liquidez internacional, aliado a isto, os choques adversos nas relações de troca, que decorreram da crise, afetaram negativamente o comércio exterior brasileiro.

Desta forma, os fatores conjunturais internos e a instabilidade nos mercados de capitais internacionais levaram, em setembro de 1998, os investidores a encararem a economia brasileira com desconfiança. Tal fato comprometeu a credibilidade da economia brasileira diminuindo a posição do país no ranking daquelas economias que, no período em questão apresentavam-se como as melhores cotadas para a realização de investimentos externos. Isto conduziu, novamente, a uma maciça fuga de reservas do país e forçou a uma elevação ainda maior dos juros internos para conter a fuga dos investidores e desestimular a

especulação financeira. Todavia, se essa nova alta dos juros internos, por um lado, torna o investimento no mercado financeiro nacional um dos mais atraentes do planeta, por outro, evidencia a urgência que tem o governo brasileiro em resolver os problemas cruciais da economia e que a tornam suscetível a este tipo de choque, uma vez que os juros elevados agravam os problemas decorrentes do pagamento dos serviços da dívida pública do país com o setor externo.

O que difere a crise cambial iniciada em fins de 1997 das anteriores é que, nas anteriores, o governo bastava elevar os juros para conter a sangria de divisas; nesta, o problema passa a ser mais grave, uma vez que há receios por parte dos investidores de que o governo não consiga segurar o câmbio por muito tempo, dado o baixo nível de poupança interna vigente na economia, ou ainda de as contas externas se agravem a tal ponto que o governo se veja forçado a interromper o pagamento da dívida. Soma-se a isto, a queda do valor de mercado dos títulos da dívida externa brasileira no exterior, uma vez que esta queda propiciou uma violenta onda especulativa com estes papéis, isto é, os investidores compravam estes títulos no mercado externo a um preço reduzido e, depois ficavam esperando a elevação dos juros no mercado interno para movimentá-los.

Em relação ao serviço da dívida externa o que se observou foi que, ao contrário do que ocorreu nos anos 80, as obrigações referentes a este serviço, foi refinanciado, na década de 90, por meio de novos ingressos de capitais externos, ou seja, as obrigações decorrentes das dívidas já existentes passaram a ser cobertas pela emissão de novas obrigações com o exterior. Deste modo, as transferências líquidas recebidas do exterior contribuíram para elevar as reservas internacionais ao mesmo tempo que permitiram sustentar os níveis de dispêndio interno em consumo e investimento em níveis superiores ao PIB, tanto no Brasil como na América Latina. Isto significa, evidentemente que os compromissos externos não foram pagos, até então, com recursos reais gerados internamente.

A elevada liquidez internacional de recursos na década de 90 permitiu que este fato ocorresse, isto é, que o processo de endividamento externo se desse de forma indolor, alimentando um perigoso sentimento de complacência cujas conseqüências se traduziram nas dificuldades econômicas vivenciadas pela economia brasileira, atualmente, e, que resultaram desses compromissos externos assumidos pelo país. Outro aspecto importante relativo ao ciclo recente de absorção de recursos externos e que dificultaram a percepção dos riscos envolvidos neste processo de endividamento, refere-se ao fato de que, nas décadas de 70 e 80, os empréstimos e financiamentos preponderavam na composição dos ingressos de capital nos

países latino-americanos e, portanto, a dívida externa constituía uma aproximação razoável do passivo externo total da região, entretanto, já em fins da década de 90, os investimentos diretos, resultantes muitas vezes de operações de privatizações, ou os investimentos de portfólio, como as aplicações em bolsas de valores, constituíram em parcela substancial desses ingressos de capitais. Dessa maneira, como esses passivos não são contabilizados na dívida externa, os dados referentes ao estoque da dívida pública foram insuficientes para dimensionar a gravidade do problema das contas públicas.

Entretanto, embora reconheçamos as diferenças no que se refere à composição do fluxo de capitais, existe uma semelhança entre o processo de endividamento da década de 70 e os acontecimentos recentes. Isto porque, agora, como antes, os desequilíbrios das contas públicas e de um estoque ponderável de passivos externos, parte dos quais de curto prazo e de caráter volátil, expõe a fragilidade da economia brasileira e da América Latina em geral, à grande vulnerabilidade financeira externa, deixando-a à mercê da instabilidade dos mercados internacionais de capitais.

No caso brasileiro, a sustentação da sobrevalorização da moeda nacional e, obviamente, o êxito do Plano Real atribui-se ao excesso de liquidez internacional, que propiciou a retomada dos ingressos de capitais externos no país. Em contraparte, conforme mencionamos, houve uma substancial elevação do déficit no balanço de pagamentos, aliás, este fato, serve para evidenciar o risco que a economia está sujeita ao deixar seduzir-se pela apreciação cambial e o endividamento em larga escala, conforme a experiência histórica já havia mostrado com o caso mexicano em 1995 e com algumas economias do sudeste asiático em 1997. Entretanto, o problema maior não refere-se ao endividamento em si, mas à forma imprudente com que este endividamento é realizado. O Plano Real conduziu ao crescente desajuste do balanço de pagamentos em conta corrente, porque os déficits em conta corrente implicaram no aumento do passivo externo líquido do país. O conseqüente aumento dos compromissos externos do país, por sua vez, serviu para pressionar este déficit em conta corrente no futuro, levando à acumulação de passivos adicionais com o exterior.

Para finalizar, o que se observa em relação à economia brasileira é que esta não mudou seus fundamentos, uma vez que insiste num modelo de crescimento, sem a preocupação necessária com o ritmo de absorção de recursos externos e não apenas isto, pois, o forte aumento da absorção de recursos reais do exterior serviu, até o presente, sobretudo para ampliar o consumo dos setores públicos e privados, além disso, a falta de geração de poupança doméstica não atenua esta dependência e deixa o país a mercê da instabilidade do

mercado financeiro internacional e sujeitado a adotar medidas de ajuste sempre contracionistas para garantir o financiamento necessário para levar adiante o projeto de desenvolvimento econômico. Sendo assim, e isto tem se tornado uma constante na economia brasileira nos últimos anos, o ônus de tudo isto recai sobre a maior parcela do conjunto da sociedade com a crescente diminuição do bem-estar social. O problema maior no entanto é que, nessa divisão de sacrifícios, existem segmentos prestes a dar o último suspiro em virtude da situação continuada desde longa data.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALBAVERA, F. S. **Las reformas mineras y los desafíos de la globalización**. Santiago, Chile, 1994, (LC/R. 1464).
- AMSDEN, A. **Asias's next giant: South Korea and late industrialization**. Oxford: Oxford University Press, 1989.
- ARAÚJO, J. T. **Concorrência, competitividade e política econômica**. In: BAUMANN, R. org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p. 75-86.
- BARBOSA, J. **A globalização e sua irreversibilidade**. Texto síntese de Dissertação de Pós-Graduação em História do Brasil, apresentado à Faculdade de Filosofia, Ciências e Letras de Varginha. Minas Gerais, 1997.
- BATISTA Jr, Paulo Nogueira. **Divida externa e aumento da miséria**. **Nação em revista: Política econômica e questão social**. Brasília nº 7, maio/1998.
- BAUMANN, R. **Uma visão econômica da globalização**. In: BAUMANN, R. org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p. 33-51.
- BECKER, D. F. **Competitividade: O (des)caminho da globalização econômica**. In: **Teoria e evidência econômica**. Passo Fundo – RS, v. 5, nº 9, maio, 1997. p. 7-26.
- BURNSIDE, C. & DOLLAR, D. **A ajuda produz crescimento em cenários de políticas corretas**. In: **Finanças e desenvolvimento**. v. 17, nº 4, dez/1997. p. 4-15.
- DIAS, V. V. **O Brasil entre o poder da força e a força do poder**. In BAUMANN, R. org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p. 55-73.
- FREITAS, C. E. de. **Liberdade cambial no Brasil**. In: BAUMANN, R. org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p. 87-107.

- FREITAS, C. E. de. Dependência e estagnação no Brasil. *Nação em Revista: Política Econômica e Questão Social*. N. 7. Maio/1998.
- GAMEZ, M. O abalo de Hong Kong. *Revista Isto é dinheiro*. 010-05, novembro, 1997.
- GONÇALVES, R. Globalização financeira, liberação cambial e a vulnerabilidade externa da economia brasileira. In: BAUMANN, R. org. *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p. 133-165.
- KRUGMAN, P. O que aconteceu com a Ásia? *Jornal do Brasil*, 1º de Janeiro de 1998.
- MILGROM, P. and ROBERTS, J. (1992) *Economics, Organization, and Management*. New York: Prentice-Hall.
- MISHKIN, M. Anatomy of a financial crisis. *Journal of Evolutionary Economics*, 1994.
- MORSS, E. R. The new global players: how they compete and collaborate. *World development*, 19(1), 1991.
- NAKANO, Y. Globalização, competitividade e novas regras do comércio mundial. *Revista de Economia Política*, 14(4), out./dez./1994.
- NETO, M. F. C. Dívida pública e cunha fiscal. *Resenha BM&F*, nº 123. São Paulo, abril/maio/1998.
- OBSFELD, M. The logic of financial crisis. *Cahiers Economiques et Monetaires*. 1994.
- OMAN, C. O desafio para os países em desenvolvimento. *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, (39), abr./jun. 1994.
- QUIRCK, P. J. Capital account convertibility: a new model for developing countries. Washington D.C., *IMF working paper*, IMF, 1994

SAYAD, J. Observações sobre o plano real. *Estudos econômicos, IPEA-USP*, nº especial, São Paulo, 1995/1996.

UNCTAD. Globalization and regionalization in the 1980s and 1990s. *Developments International Corporation*, (9) 16, jun. 1993.

\_\_\_\_\_. *World Investment Report*, 1994.

\_\_\_\_\_. *World Investment Report, Transnational Corporations, Employment and the Workplace*. Genova. 1994.

VITOR, L. F. *Lições da crise asiática*. Disponível no endereço [www.liceuasabin.br](http://www.liceuasabin.br)

ZINI Jr, Álvaro Antônio. Política cambial com liberdade de câmbio. BAUMANN, R. org. **O Brasil e a economia global**. Rio de Janeiro, Campus, 1996. p.109-131.