

Crises financeiras: o quê há de errado?

André Moreira Cunha

Professor da Unisinos e Doutorando da UNICAMP/IE

Resumo

Este artigo procura destacar o caráter recorrente das crises financeiras. Estudos que focam a integração financeira internacional no longo prazo evidenciam a natureza intrinsecamente instável das economias capitalistas em geral e dos mercados financeiros em particular. Tal constatação emerge como um desafio à literatura convencional, na medida em que, a partir dos anos 90, a ampliação da ocorrência de crises passou a colocar em xeque os modelos tradicionais. Argumenta-se que a “cheia do ‘mainstream’” na literatura sobre crises financeiras tem sido bem-sucedida na incorporação dos fatos estilizados associados àquela instabilidade. Todavia, do ponto de vista normativo, essa nova literatura tende a se coadunar com propostas conservadoras de ordenamento institucional das finanças internacionais.

Palavras-chave

Crises financeiras; fluxos de capitais; sistema financeiro internacional.

Abstract

This paper emphasize the recurrence of financial crises. In several studies, the long term instability of the international financial integration has been characterized as a intrinsic element of capitalistics economies. This fact emerge as a challenge to conventional wisdom in economics. We argue that the new models of financial crises has been successful with the incorporation of the stylized fact associated with that instability. Otherwise, in a normative perspective, the knew literature tends to generate conservative proposals to the institutional organization of the international financial market.

**Os originais deste artigo foram recebidos
por esta Editoria em 07.06.01.**

Introdução

O aprofundamento da integração dos mercados de bens, serviços e capitais, no fenômeno que se convencionou denominar de globalização, tem marcado o desenvolvimento da economia internacional nas últimas décadas. Em paralelo, o avanço das novas tecnologias de informação e a redução do poder regulatório do poder público sinalizam para um novo tipo de ossatura institucional, onde os agentes privados conseguiram ampliar seus graus de liberdade na implementação de estratégias de ampliação da riqueza. Nesse ambiente, a recorrência de crises financeiras aparece como a principal ameaça à consolidação de uma nova ordem econômica e social, fundada em princípios liberais.

Neste artigo procura-se destacar as principais características das crises financeiras¹. Argumenta-se que a instabilidade financeira é um elemento estrutural e definidor das economias capitalistas. A ampliação da massa de riqueza mobilizável, a (re)incorporação dos países em desenvolvimento nesse novo ciclo de internacionalização do capital e a inexistência de mecanismos institucionais capazes de conter os efeitos deletérios da volatilidade dos investimentos têm determinado a crescente vulnerabilidade da economia internacional, especialmente nos países periféricos. Além disso, nota-se que a “cheia do *mainstream*”² tem se traduzido em uma crescente convergência entre as análises convencionais e as heterodoxas sobre as crises financeiras. Se isto é verdade, a diferença crucial entre aquelas perspectivas passa a concentrar-se, cada vez mais, no campo da economia política, ou seja, da disputa sobre distintos modelos de ordenação institucional do capitalismo globalizado.

¹ Considera-se crise financeira em um sentido amplo, que inclui crises cambiais, crises bancárias e crises de balanço de pagamentos (World Econ. Outlook, 1998; Aziz, Caramazza, Salgado, 2000; Mishkin, 2001). As **crises cambiais** ocorrem quando há um ataque especulativo contra a paridade de uma moeda doméstica, que force sua desvalorização ou gere intervenções governamentais pesadas (vendas de reservas e/ou aumento substancial da taxa de juros para defesa da paridade). As **crises bancárias** estão associadas à suspensão da conversibilidade dos passivos bancários que se segue a “corridas bancárias” efetivas e/ou potenciais, levando à necessidade de intervenções estatais para provisão de liquidez. E as crises de **balanço de pagamentos** originam-se da incapacidade de um país honrar o serviço de sua dívida externa, quer ela seja privada, quer seja soberana. A literatura recente tem denominado de **crises gêmeas** os episódios onde crises cambiais e bancárias ocorrem de forma simultânea, detonando mecanismos perversos de retro-alimentação (Kaminsky, Reinhart, 1995).

² Essa feliz expressão do Professor Mário Possas sugere uma expansão do núcleo duro do programa de pesquisa neoclássico para temas que, tradicionalmente, faziam parte da agenda de diversas correntes heterodoxas. No campo da pesquisa sobre as crises financeiras, pode-se notar que os autores convencionais têm trabalhado, cada vez mais, com modelos que procuram incorporar fatos estilizados que destacam a natureza instável dos mercados financeiros.

1 - Instabilidade sistêmica: perspectiva histórica

A perspectiva de longo prazo da integração financeira internacional, marcada por ciclos recorrentes de instabilidade, foi destacada pelo Banco Mundial (World Bank, 2000). Foram identificados, ao longo dos últimos 130 anos, quatro grandes ciclos de expansão dos fluxos privados de capitais para os mercados emergentes. O primeiro, no período de hegemonia do padrão libra-ouro, entre a década 1870-79 e a Primeira Guerra Mundial, foi dominado pela utilização de títulos privados de longo prazo, que garantiram o financiamento da expansão de infra-estrutura e de novas atividades produtivas nos países de recente colonização europeia. O segundo, no entre-guerras, foi alimentado pela compra de títulos públicos dos países que haviam se endividado com o conflito do início do século. Entre 1973 e 1982, assistiu-se a um terceiro *boom*, marcado pelo financiamento através de empréstimos sindicalizados, especialmente para os governos nacionais da periferia capitalista. Por fim, na década de 90 houve uma forte ampliação dos investimentos de portfólio, através da utilização de mecanismos privados de endividamento direto — *private-to-private* — e dos investimentos diretos externos.

Retrospectivamente, pode-se constatar que esses períodos apresentaram um conjunto de características comuns: (a) foram acompanhados de intenso crescimento do comércio e dos investimentos em nível internacional; (b) bem como de inovações tecnológicas capazes de reduzir os custos de transação em transportes e comunicações; (c) do ponto de vista político, foram alicerçados pelo estabelecimento de condições institucionais permissivas à ampliação da mobilidade de fatores; (d) e, por fim, marcados por crescente instabilidade cambial e financeira, especialmente nos países emergentes, desembocando, em alguns casos, como crises globais de natureza econômica ou política³. Em suma,

“(...) [as] ondas de capitais para os mercados emergentes têm sido, tipicamente, parte de um longo, periódico e rápido processo de expansão da economia global. Elas ocorrem quando uma ampla difusão de mudanças tecnológicas aprimora as comunicações e transportes, o crescimento é animador, o comércio mundial está em expansão, as inovações financeiras são rápidas, e o clima político lhes dá sustentabilidade” (World Bank, 2000, p. 119).

³ “Todos os episódios passados de expansão dos fluxos de capitais para os mercados emergentes terminaram em severas crises internacionais. *Hard landings* mais do que *soft landings* tem sido a regra (...) *Booms* nos fluxos privados de capitais têm sido pontuados por frequentes crises bancárias e cambiais nos países receptores e terminado, usualmente, em severas rupturas econômicas e conflitos políticos.” (World Bank, 2000, p. 119).

Parte disso pode ser constatado na Tabela 1. As estimativas do Banco Mundial apontam que os ciclos de expansão da entrada de capitais nos mercados emergentes ocorreram em um contexto de crescimento da produção e do comércio internacional.

Tabela 1

Indicadores selecionados dos principais países tomadores
nos ciclos de expansão de empréstimos — 1890-1997

INDICADORES	1890-1913	1920-29	1975-81	1993-97
Déficit em conta corrente (% do PIB)	3,8	(1)3,0	3,5	2,3
Fluxos privados de capitais de longo prazo (% do PIB)	3,9	4,3
Exportações (% do PIB)	(2)4,0	(2)6,2	10,1	17,3
Memória				
Produção mundial — taxa média de crescimento anual (%)	2,7	4,0	(3)4,0	(4)3,0
Comércio mundial — taxa média de crescimento anual (%)	3,4	6,0	9,0	7,7
Déficit em conta corrente (% dos investimentos)	(5)25-33	...	15,3	9,3

FONTE: WORLD BANK (2000). **Global de velopment finance**. Washington, DC. p. 121.

NOTA: Os principais países devedores são definidos de forma diferente em cada período.

(1) Dados de 1919-26. (2) Dados do final do período. (3) Dados de 1973-81. (4) Dados de 1990-97. (5) Austrália, Canadá e Nova Zelândia.

Porém, ainda que se busquem as semelhanças nesses ciclos de expansão, podem-se perceber algumas peculiaridades em cada momento. O *boom*, associado ao predomínio da libra esterlina como moeda-chave nas finanças internacionais, iniciou na década de 1870 e foi interrompido pela Primeira Guerra Mundial. Os principais tomadores de recursos foram países com um perfil de renda, cultura e instituições muito parecido com o dos países investidores. Austrália, Canadá, Nova Zelândia e Estados Unidos concentraram a captação dos recursos dos investidores privados da Inglaterra e dos principais países da Europa Continental. Esses investimentos vieram acompanhados de significativos fluxos migratórios e de melhorias consideráveis na infra-estrutura de transporte e comunicações. Na verdade, boa parte deles financiaram a expansão ferroviária e, em menor escala, a infra-estrutura em energia elétrica, distribuição de água e mineração⁴. Os instrumentos de dívida com pagamentos de juros fixos predominaram sobre os investimentos de portfólio, na forma de ações, e sobre os investimentos diretos⁵. Pode-se associar esse fato às dificuldades de comunicação, que inviabilizariam um acompanhamento preciso da qualidade dos projetos de investimento, e à insegurança com relação aos direitos de propriedade (Bordo, Eichengreen, 1999; Eichengreen, 1996).

Por outro lado, isso não inviabilizou o estabelecimento de uma crescente integração financeira internacional, que, por alguns indicadores, teria sido tão ou mais intensa que a verificada no final do século XX.⁶ Na Tabela 1, isso aparece na comparação entre o déficit em conta corrente dos principais países tomadores em cada um dos ciclos, que atingiu, em valores médios, 3,8% entre 1880 e 1913. A relação entre déficit em conta corrente e investimentos domésticos é uma *proxy* da contribuição da poupança externa para essas economias. Os dados disponibilizados pelo Banco Mundial (Tabela 1) indicam que essa

⁴ Assim, 90% dos investimentos ingleses na Argentina, Austrália, Canadá e EUA entre 1865 e 1890 foram direcionados para as ferrovias e para a compra de títulos governamentais. Em 1913, 70% dos investimentos externos ingleses eram alocados para a compra de títulos de governos e ferrovias (Davis, Gallman, 1999; Bordo et al., 1998 apud World Bank, 2000). Ver, também, Eichengreen (1996).

⁵ O Banco Mundial utiliza uma estimativa de Jonh Dunning, que indicaria que o estoque de investimento direto equivaleria a um terço do total de investimentos externos no período da Primeira Guerra Mundial (World Bank, 2000, p. 122).

⁶ O principal investidor internacional, a Inglaterra, chegou a exportar quase 10% do PIB ao ano em anos próximos à Primeira Guerra. Em 1913, um terço dos seus ativos estavam no Exterior. França e Alemanha tinham níveis de investimento ao redor de 50% dos níveis britânicos. Além disso, o Banco Mundial destaca uma série de trabalhos empíricos, onde os indicadores de integração financeira, como correlações entre poupança e investimento, cálculos da paridade coberta de juros e medidas de mobilidade de capital, são maiores (ou semelhantes) nos períodos finais dos séculos XIX e XX (World Bank, 2000, p.121).

contribuição foi relativamente maior no período do padrão libra-ouro e no ciclo de endividamento dos anos 70 do que na fase da globalização financeira, na década de 90.

Na década de 20, houve um arrefecimento da integração financeira internacional, como mostra a queda de 3,8% para 3,0% na relação déficit em conta corrente sobre o PIB, ainda que o comércio e a produção tenham crescido em um ritmo superior (Tabela 1). Se, no ciclo anterior, 60% dos investimentos iam para investidores privados, neste predominou a compra de títulos públicos — 62% dos investimentos britânicos e 80% dos norte-americanos (World Bank, 2000, p. 127, tab.6.4). Isto seria o reflexo da política de financiamento do setor público tanto por parte dos países europeus, que haviam se endividado com a guerra, quanto dos países periféricos, que continuavam investindo em infra-estrutura. O crescimento real, fortemente associado à expansão norte-americana e à recuperação de alguns países europeus — notadamente a França — e o *boom* financeiro encerraram com a crise de 1929 (Eichengreen, 1996).

O Banco Mundial associa a expansão de capitais nos anos 70 à necessidade de os países em desenvolvimento financiarem suas contas externas a partir do choque exógeno, que foi a forte elevação do preço do petróleo no início da década. Como nos anos 20, o setor público concentrou a maior parte das captações — 80% dos investimentos em 1980 (World Bank, 2000, p. 127). Do ponto de vista quantitativo, sua dimensão teria sido semelhante a dos ciclos passados, com os fluxos privados de capitais atingindo, na média do período 1975-81, 3,5% do PIB dos países tomadores (Tabela 1), com um pico de 7% em 1981 (*Ibid.*, p.123). A maior parte desses recursos (64%) vieram na forma de empréstimos sindicalizados (Tabela 2). Na década de 90, essa situação se inverte. Os tomadores privados passam a responder por 67% da entrada de recursos privados (*Ibid.*, p. 127), principalmente na forma de investimento direto e de portfólio. O peso dos empréstimos bancários cai significativamente, e cresce a importância dos títulos de dívida de longo prazo (Tabela 2).

Tabela 2

Composição dos fluxos privados de capital — 1973-81 e 1990-97

(% do total)

TIPOS DE INVESTIMENTO	1973-81	1990-97
Títulos de dívida (<i>bonds</i>).....	3,5	15,2
Empréstimos bancários.....	63,9	11,7
IDE.....	16,8	50,3
Portfólio.....	0,3	16,4

FONTE: WORLD BANK (2000). **Global development finance**. Washington, DC. p. 126.

O Banco Mundial aponta o seguinte conjunto de causas para aquelas transformações: (a) ao longo do pós Segunda Guerra, prevaleceu a memória da instabilidade dos anos 30, que, em conjunto com uma significativa regulamentação dos mercados financeiros internacionais, tendeu a reduzir o potencial de ação dos investidores individuais; (b) em contrapartida, os bancos eram vistos como portadores de melhores informações sobre os investimentos potenciais; (c) aqueles foram favorecidos pelo aumento de liquidez internacional provocada pelo desenvolvimento do mercado de eurodólares já anos 60 e com os petrodólares nos anos 70; (d) por outro lado, a desregulamentação nos mercados financeiros domésticos e a crescente liberalização das contas de capital, o avanço das tecnologias de informática e telecomunicações e o surgimento de inovações financeiras criaram, nas décadas de 80 e 90, o ambiente propício para o avanço das finanças diretas. Assim, se do ponto de vista quantitativo o *boom* dos anos 90 teria sido similar aos anteriores (Tabela 2), do ponto de vista qualitativo mostrar-se-ia distinto. Ampliaram-se os leques de oportunidades de investimento, a partir dos avanços tecnológicos e da variedade de instrumentos financeiros mobilizáveis, bem como se diversificou a base de países tomadores. Em 1980, somente 14% dos capitais privados se direcionavam para os países de baixa renda⁷. Esse valor mais do que dobrou nos anos 90, chegando a 29% em 1997. Por outro lado, a disparidade de renda entre credores e devedores também cresceu. Antes da crise de 1929, a renda *per capita* dos principais países credores era, em média, três vezes maior que a dos principais devedores. Essa diferença cresceu para quatro vezes em 1980 e oito vezes em 1997 (World Bank, 2000, p. 127). Da mesma forma que nos ciclos anteriores, a década de 90 culminou com uma seqüência de crises financeiras, que têm refreado os afluxos de capitais para os países em desenvolvimento (Gráficos 1 e 2).

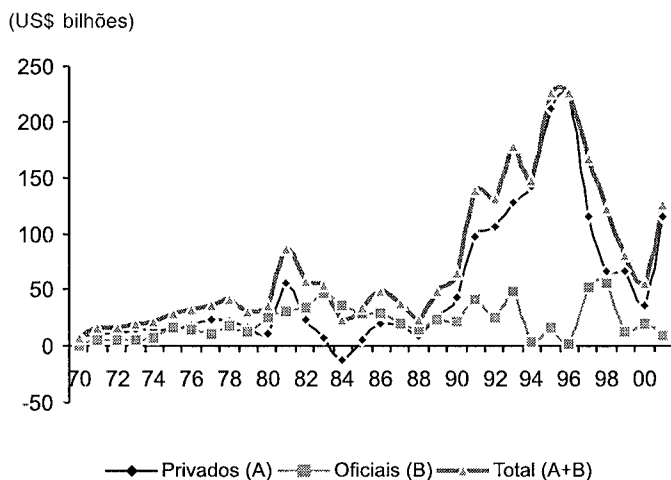
A UNCTAD (Trade Develop. Rep., 1999) chegou a um conjunto de evidências semelhantes às do Banco Mundial (World Bank, 2000), ainda que tenha trabalhado com um período de tempo mais curto e com distintas agregações dos países e dos fluxos de capitais. Sua principal constatação é de que, a partir dos anos 70, houve uma profunda transformação no tamanho, composição e distribuição geográfica dos fluxos externos de capitais para os países em desenvolvimento. Em termos nominais, as entradas líquidas de capital para os países em desenvolvimento teriam aumentado 20 vezes entre 1970 e 1998. Em termos reais, utilizando-se como deflatores os índices de preços de importação, esse aumento seria sensivelmente menor, de cinco vezes. Porém esse afluxo

⁷ Isto refere-se ao conjunto dos países trabalhados pelo Banco Mundial neste estudo (World Bank, 2000).

de capitais tornar-se-ia mais compreensível quando visto enquanto proporção ao tamanho das economias tomadoras dos recursos (Tabela 3). Assim, dividindo sua análise em três subperíodos 1975-82, 1983-89 e 1990-98, verificou-se que: (a) o *boom* dos anos 70 teria sido semelhante em tamanho ao dos anos 90, com a entrada líquida de capitais passando de 4,9% para 5% do PNB das economias em desenvolvimento; (b) excluindo-se a China, esses valores se alteram significativamente, pois, nos anos 90, ao contrário do que ocorrera nos anos 70, esse país passou a ser um importante absorvedor de poupança externa; (c) a crise da dívida, nos anos 80, significou uma forte redução na entrada de recursos para os países em desenvolvimento; (d) na década de 70, os créditos bancários foram a forma principal de entrada de capitais, ao passo que, na década de 90, predominaram os investimentos diretos e de portfólio, com ênfase nos primeiros, bem como os mecanismos de endividamento direto; (e) a crise da dívida implicou um crescimento no pagamento de juros e remessa de lucros, que atingiu 3,5% do produto das economias em desenvolvimento contra os 2,4% verificados nos anos 70 e 90; (f) por conta disso, houve uma transferência líquida de recursos de 0,26% da renda nacional dos países em desenvolvimento entre 1983 e 1989 contra uma entrada líquida de recursos de 2,48% e 2,65% nos anos 70 e 90 respectivamente.

Gráfico 1

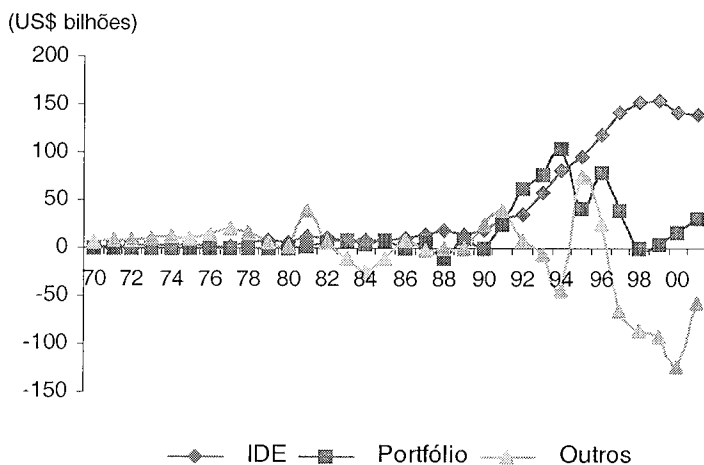
Fluxos de capitais para os mercados emergentes — 1970-01



FONTE DOS DADOS BRUTOS: WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington DC: International Monetary Fund, 2000.

Gráfico 2

Fluxos privados de capitais para os mercados emergentes — 1970-01



FORNE DOS DADOS BRUTOS: WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington DC: International Monetary Fund, 2000.

Ainda em conformidade com a análise do Banco Mundial, a UNCTAD (Trade Develop. Rep., 1999, p. 104) mostra que houve uma inversão no tipo de tomador final dos recursos. Até a crise da dívida dos anos 80, a participação do setor privado com investimentos ou endividamento sem garantia governamental ficou ao redor de 15% das entradas líquidas de capital. Essa proporção foi aumentando até que, em 1995, as captações privadas superaram as públicas ou garantidas pelo Governo. Do ponto de vista da distribuição geográfica, verificou-se uma concentração dos recursos em um conjunto de 20 países⁸, denominados pelo estudo de mercados emergentes. Nas décadas de 70 e 80, esses países receberam 50% das entradas líquidas de capitais para o total dos países em desenvolvimento. Nos anos 90, passaram a receber mais de 90%. Os outros 100 países ficaram com menos de 10% dos recursos restantes. Como esses 20 países possuem somente 69% da população do conjunto dos países em desenvolvimento, a sua poupança externa *per capita* é, em média,

⁸ Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coréia, Equador, Egito, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, México, Marrocos, Peru, Tailândia, Tunísia, Turquia, Uruguai e Venezuela.

4,5 vezes superior. A região do Leste e do Pacífico Asiático passou a ter uma participação crescente nesses fluxos, de 18% nos anos 70 para 25% nos 80 e 42% nos anos 90. No mesmo período, a América Latina perdeu importância relativa, com parcelas no total de, respectivamente, 43%, 17% e 32%. A crise da dívida afetou fortemente a região, de modo que mesmo o significativo incremento das entradas de capitais nos anos 90, não foi capaz de recolocá-la na condição de região de maior absorção de recursos, posição que ocupou no *boom* dos anos 70 (ibid, p. 105).

Tabela 3

Entrada de capitais nos países em desenvolvimento — 1975-98

DISCRIMINAÇÃO	(% do PNB)		
	1975-82	1983-89	1990-98
1 - Entrada líquida total.....	4,91	2,87	5,00
Excluindo a China.....	5,45	2,97	4,22
1.1 - Recursos oficiais.....	1,58	1,57	1,03
1.2 - Capitais privados.....	3,33	1,29	3,97
1.2.1 - Investimentos (1).....	0,42	0,55	2,21
IDE.....	0,42	0,53	1,67
Portfólio (ações).....	0,00	0,02	0,54
1.2.2 - Títulos.....	0,11	0,05	0,52
1.2.3 - Crédito bancário.....	2,46	0,44	1,17
Curto prazo.....	1,10	0,10	0,72
Longo prazo.....	1,36	0,34	0,44
Memória			
Portfólio.....	0,12	0,07	1,06
Pagamento de juros.....	1,49	2,58	1,79
Remessa de lucros.....	0,93	0,54	0,56
Transferência líquida.....	2,48	-0,26	2,65

FONTES: TRADE DEVELOPMENT REPORT (1999). Genebra: UNCTAD, p. 102.

(1) Entrada de capitais em ativos que não criam dívida.

Assim, a chamada globalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos 80, constitui um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir da emergência do euromercado nos anos 60 e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuante em 1973. As análises convencionais a entendem com um resultado inexorável das pressões das forças de mercado em prol da liberalização e/ou dos avanços tecnológicos nas áreas de telecomunicações e de informática (International..., 1998, 1999, World Bank, 2000). Além disso, a expansão na liquidez financeira internacional tem estado associada a uma crescente instabilidade, que, por sua vez, tem gerado uma tensão permanente sobre os sistemas financeiros, especialmente nos mercados emergentes. Essa instabilidade é inerente ao contexto de crescente internacionalização e integração das finanças e predominância das operações com títulos negociáveis, no qual os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras — e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais — e de um mercado a outro — mercados de capitais e de crédito —, resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio (Griffith-Jones, 1995; Aglietta, 1995). Os protagonistas nesses mercados são os fundos mútuos e de pensão, os grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas. Em condições de incerteza, esses agentes formulam suas estratégias de investimento com base numa avaliação convencional sobre o comportamento dos preços, tornando-se, simultaneamente, formadores de convenções. Suas estratégias tendem a ser mimetizadas pelos demais investidores com menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços. Assim, esses mercados não atendem aos requisitos de eficiência, pois podem existir estratégias ganhadoras, acima da média, derivadas de assimetrias de informação e poder (Belluzzo, Coutinho, 1996). Os comportamentos de manada também estão associados à estrutura de incentivos dos administradores de fundos. Se um gestor de um fundo particular é o único a tomar uma decisão equivocada, perdendo uma oportunidade de lucro que todos aproveitam, sua instituição receberá uma “punição” do mercado. De forma contrária, se a estratégia se revela incorreta *ex post*, mas é adotada por todo o mercado, o erro é coletivo, e as perdas gerais podem ser amenizadas por uma operação de resgate — como ocorreu, de fato, na crise do México de 1994 (Griffith-Jones, 1996).

No seu balanço sobre os ciclos de expansão de empréstimos aos mercados emergentes, o Banco Mundial (2000) admite que há um componente de forte instabilidade em todos os períodos⁹ e que as crises financeiras implicam

⁹ “Booms nos fluxos privados de capitais foram geralmente marcados por crises bancárias e cambiais e terminaram em severas contrações econômicas ou conflitos políticos” (World Bank, 2000, p.128). Não por acaso, as décadas de 80 e 90 do século XIX, os anos 30 e a

uma significativa perda de produto real. A Tabela 4 apresenta as evidências empíricas da recorrência das crises e seus custos, considerando-se, sempre, que, quanto mais distante no tempo, menos precisas são as informações sobre as crises nos países periféricos. Isso implica que a avaliação conservadora do Banco Mundial pode estar subestimando a recorrência e os impactos das crises financeiras, como admitido neste mesmo estudo.

Nos anos 90, em reação ao aumento da instabilidade, proliferaram trabalhos teóricos e empíricos sobre a natureza e as causas das crises financeiras (Kaminsky, Lizondo, Reinhart, 1998). O FMI (World Econ. Outlook, 1998) enfatizou o elemento diferenciador das crises atuais com relação às passadas: a maior velocidade do contágio entre a fonte dos distúrbios e a economia internacional. Não se considera a instabilidade financeira como sendo uma característica intrínseca ao *modus operandi* das economias capitalistas. Ela seria determinada pelos desequilíbrios macroeconômicos e/ou fragilidades institucionais. Analisando-se uma amostra de 53 países (22 industrializados e 31 em desenvolvimento) para o período 1975-97, constatou-se a ocorrência de 158 episódios de crises cambiais — identificados pela construção de um índice de pressões nos mercados cambiais que leva em conta as mudanças nas taxas de câmbio e as perdas de reserva e/ou aumento dos juros para amortizar os ataques especulativos — e 54 crises bancárias — identificadas por eventos *ex-post* como fechamento, estatização e/ou fusões forçadas de instituições, corridas bancárias ou elevados pacotes de auxílio de liquidez pelo Governo. Seus efeitos mais aparentes merecem destaque: (a) o número de crises cambiais nos mercados emergentes foi duas vezes maior que nos países industrializados; (b) há uma precedência mais freqüente das crises bancárias com relação às cambiais; (c) os custos de reestruturação financeira e de perda do produto são elevados, podendo atingir, respectivamente, de 30% a 40% do PIB (nos casos mais graves) e, em média, 4,25% da produção; (d) porém esses custos são muito mais elevados nos mercados emergentes.¹⁰ Demirgüç-kunt e Detragiache (1998) estudaram

década de 80 conviveram com elevados índices de países em *default* ou em reestruturação de dívida, que, nos momentos de pico, representaram mais de 35% do total dos países endividados (idem).

¹⁰ Aziz, Caramazza e Salgado (2000, p. 24) do *staff* do FMI trabalharam com uma amostra de 50 países para o período 1975-97, localizando o mesmo número de crises financeiras e bancárias. Ainda que considerem não existir duas crises idênticas, apontam algumas regularidades: "Tipicamente, antes de uma crise cambial, a economia estava aquecida: a inflação era relativamente alta, e a moeda doméstica estava sobrevalorizada, afetando o setor exportador e o balanço em conta corrente. A política monetária era significativamente expansionista, com o crédito doméstico crescendo fortemente, comprometendo as metas cambiais para países com sistemas de câmbio fixo ou inflexível. Mais ainda, alguns mecanismos de disparo, como o aumento da taxa de juros mundial e o declínio nos termos de intercâmbio, usualmente ampliaram a vulnerabilidade das economias às crises".

53 países para o período 1980-95, constatando que a liberalização financeira ampliou a possibilidade de ocorrência de crises bancárias, especialmente quando os mecanismos de supervisão do sistema são falhos.

Tabela 4

Freqüência das crises e estimativas de perda de produto para os mercados emergentes em períodos selecionados

DISCRIMINAÇÃO	1880-1913	1929-36	1975-82	1990-96
Número de crises.....	22	(1)36	61	38
Perda média de produto (% do PIB).....	2	6	(2)3	(2)3

FONTE: WORLD BANK (2000). **Global development finance**. Washington, DC.

(1) Número de crises bancárias. (2) Média para 1972-96.

Do ponto de vista das evidências históricas, não se pode deixar de admitir o caráter sistêmico das crises financeiras. Por outro lado, a *survey* do Banco Mundial não encontra na literatura especializada explicações convergentes sobre as causas das crises. Por conta disso, procura-se evidenciar, nos próximos itens, alguns dos esforços mais recentes de teorização das crises financeiras.

2 - Explicações teóricas: a “cheia do *mainstream*” e as crises financeiras

A instabilidade sistêmica enquanto elemento estrutural das economias capitalistas é um ponto em comum em diversas interpretações não ortodoxas, especialmente na tradição de autores como Keynes e Minsky. Em trabalhos anteriores, procurou-se mostrar como as recentes crises financeiras, em especial a crise asiática, permitiram um avanço nos argumentos associados à teoria da fragilidade financeira, para um contexto de mobilidade de capitais (Cunha, Prates, 1999, 1999a). Aqui, pretende-se enfatizar, de forma não extensiva,¹¹

¹¹ Em sua tese de doutoramento, Prates (2001) está desenvolvendo uma rigorosa revisão crítica da evolução recente do pensamento convencional acerca das crises financeiras.

como os autores ortodoxos vêm incorporando os fatos estilizados associados à crescente instabilidade em seus modelos de crise financeira.

Os modelos convencionais de crises cambiais, desenvolvidos ao longo das últimas duas décadas, tenderam a enfatizar o desequilíbrio nos fundamentos fiscais e/ou as inconsistências temporais na condução da política econômica como sendo os determinantes últimos das rupturas. Tanto os modelos de primeira geração (Krugman, 1979) quanto os de segunda geração (Obstfeld, 1994, 1996) não foram capazes de internalizar adequadamente os fatos estilizados que vêm marcando a sucessão de crises financeiras da década de 90.¹² Nesse sentido, Calvo (1998) considera que as crises financeiras nos mercados emergentes, ao longo dos anos 90, revelaram características até então pouco desenvolvidas nos modelos tradicionais, com destaque para: (a) a existência de uma significativa entrada de capitais, anterior às crises; (b) a conformação de uma complexa rede de interação entre os setores financeiro e não financeiro, investidores internacionais, bancos e governos soberanos; (c) e a rapidez e profundidade da contração do nível de atividade. Seu modelo procura mostrar a possibilidade da ocorrência de crises mesmo na ausência de déficits em conta corrente. Estes seriam responsáveis pelo grau de complexidade da resolução das crises. Por outro lado, enfatiza que a presença de governos soberanos representaria a explicitação de um componente amplificador da incerteza no cálculo prospectivo privado, por criar um prêmio de risco significativo para a especulação em torno da antecipação da evolução de variáveis relevantes, passíveis de serem influenciadas pelas regras — explícitas ou não — da política

¹² Esse ponto está detalhado em Cunha e Prates (1999; 1999a), Cunha (1999) e Prates (2001). Os modelos de primeira geração destacam o papel das fragilidades nos fundamentos, geradas pela inconsistência das políticas macroeconômicas. Em um contexto de persistência de déficits fiscais financiados com expansão monetária (corrente e/ou pela emissão de títulos governamentais), os regimes de câmbio fixo estariam sujeitos a “ataques especulativos” quando o nível de reservas for tal que os agentes não acreditem mais na sustentabilidade da paridade. Os *leading indicators* gerados por esse tipo de análise são: crescimento dos déficits fiscais, expansão monetária, inflação alta, câmbio valorizado, aumentos dos déficits externos (comercial e/ou em conta corrente) e aumento na taxa de juros doméstica. Os modelos de segunda geração procuram avançar sobre os automatismos associados à idéia de que os governos se confrontam com a decisão unidimensional de monetizar os déficits fiscais. Os *trade-offs* das políticas econômicas — sustentar paridade *versus* reduzir os efeitos recessivos associados à rigidez do regime cambial, por exemplo — complexificam as análises, introduzindo elementos de incerteza quanto à consistência temporal daquelas. Os aspectos subjetivos passam a ter maior relevância. Os fundamentos fiscais e monetários podem estar adequados, mas, se os investidores **considerarem** o regime cambial insustentável, podem-se gerar crises do tipo “profecia auto-realizável”.

local.¹³ Em combinação com a entrada maciça de capitais, aquele elemento seria definidor de crises do tipo profecia auto-realizável. Isto porque a fragilidade das regras e das instituições, especialmente nos mercados emergentes, ampliaria os custos fixos associados ao cálculo da rentabilidade dos projetos de investimento. Esta depende de fatores como as políticas fiscal, monetária e cambial, cuja alteração abrupta poderia transformar projetos rentáveis *ex ante* em investimentos geradores de prejuízos. Com isso, informações macroeconômicas e políticas, mesmo que adquiridas de fontes confiáveis e no tempo adequado, perderiam poder de predição, de modo que a lucratividade prospectiva dos investimentos tenderia a responder, de forma mais intensa, a fatores idiossincráticos, como rumores e “novidades” de mercado¹⁴. Com custos fixos relativamente mais elevados, induz-se, entre os investidores, a adoção “racional” do comportamento de manada. O efeito contágio seria racionalizado da mesma forma, ou seja, pelo mimetismo no escrutínio das condições econômicas de países vistos como semelhantes pelos investidores (Calvo, Mendoza, 1997). Assim “(...) os custos de aprendizado sobre um certo país são ampliados pela existência de governos soberanos que não estão amarrados a regras políticas claras, tornando o país vulnerável a crises financeiras auto-realizáveis” (Calvo, 1998, p.16).

Burnside, Eichenbaum e Rebelo (2000) enfatizam o problema das garantias implícitas na determinação do excesso de investimentos e de assunção de risco, nos termos destacados por Krugman (1998) e Corsetti, Pesseti, Roubini

¹³ “Os graus de liberdade adicionais experimentados pelos governos soberanos aumentam a incerteza quanto a sua função-reação — especialmente em tempos de crises — e ampliam o valor, para o setor privado, da antecipação do comportamento futuro do governo, induzindo, no presente, ações defensivas por parte do setor privado.” (Calvo, 1998, p.14). Assim, por exemplo, em um ambiente de entrada de capitais, o medo de um aumento futuro em tarifas de importação (o mesmo valeria para restrições à livre mobilidade de capitais ou alterações na taxa de câmbio) poderia levar a um *boom* de consumo que tenderia a fragilizar a conta corrente. Quando essa situação revelar-se insustentável, o aumento efetivo das tarifas (forçado pelo mecanismo de profecia auto-realizável) leva à contração do consumo. Para Calvo, essa substituição intertemporal do consumo é socialmente ineficiente, sendo causada por movimentos especulativos associados à presença de governos soberanos. “Então, em termos mais gerais, nossa discussão pode ser resumida pela afirmação de que a ampla autonomia dos governos soberanos pode induzir ondas especulativas fortes e de elevado custo social.” (ibid., p. 15).

¹⁴ No caso da crise asiática, Kaminsky e Schmukler (1999) procuraram analisar a reação dos investidores às “notícias de mercado”. A maior parte das flutuações no mercado acionário, entre 1997 e 1998, ter-se-ia originado de *bad news* domésticas. Por outro lado, constatou-se que, em muitos momentos, os investidores reagiram de forma exagerada, denotando comportamentos aparentemente “irracionais”, do tipo “manada”.

(1998), para o caso asiático.¹⁵ Em seu modelo, os bancos viabilizam seu *funding* tomando empréstimos no Exterior, realizando suas operações ativas em moeda nacional. As garantias estimulariam o endividamento para além dos níveis que ocorreriam em sua ausência e, simultaneamente, desencorajariam a adoção de *hedge* para a minimização do risco cambial. A crise de autorealização deriva-se da percepção, por parte dos agentes relevantes, de que, com a ocorrência de uma desvalorização, o passivo contingencial do Governo — associado às garantias — transformar-se-ia, de fato, em déficits fiscais, comprometendo, também, as reservas internacionais. Racionaliza-se, assim, o fato estilizado de que os países asiáticos não possuíam problemas fiscais correntes, passíveis de detonarem uma crise de balanço de pagamentos nos termos de Krugman (1979).

Schneider e Tornell (2000) desenvolveram um modelo para explicar as crises gêmeas em um quadro de *boom* creditício, no qual os bancos são o principal elo de ligação entre o *funding* externo e o setor produtivo doméstico. Aqueles estão expostos a dois tipos de distorções, que determinariam, em última instância, o crescimento excessivo do crédito, a apreciação cambial e a auto-realização das crises: a existência de mecanismos (explícitos ou não) de proteção aos investidores — uma falha governamental — e a imperfeição dos contratos (*enforceability*) — uma falha de mercado. Seu esforço é o de integrar, em um único arcabouço, a percepção de que distorções das políticas governamentais e das decisões privadas podem determinar as crises.¹⁶ Além disso, seu modelo explicita o comportamento assimétrico dos setores de comercializáveis e não

¹⁵ A primeira reação *ex post* de muitos analistas foi racionalizar a crise asiática atacando as idiossincrasias do padrão de intervenção estatal, ou seja, o modelo asiático: em um contexto de **capitalismo de compadres**, os agentes internos e externos tomavam suas decisões de endividamento e investimento em função de uma crença de que suas posições patrimoniais seriam sustentadas pelo Estado (Corsetti, Pesseti, Roubini, 1998; Krugman, 1998). Isso distorceria os sinais de mercado, o que teria implicado decisões equivocadas de alocação de recursos. A euforia especulativa alimentada por um crescente influxo de capitais encontrava seu culpado último: o Estado. Dooley (1997) procurou desenvolver um modelo de crise nos mercados emergentes fundado na idéia do risco moral. Influxos de capitais em países com regimes políticos marcados pela existência de governos (com restrições de crédito) que buscam “segurar” os agentes domésticos — especialmente os bancos, normalmente sujeitos a fragilidades de supervisão — estariam sujeitos a crises especulativas auto-realizáveis.

¹⁶ “Para explicar esta característica [a existência de crises gêmeas], os modelos de crise da terceira geração têm focado nas imperfeições do mercado financeiro como ‘fundamento’ chave. Os modelos são normalmente baseados em **uma de duas** distorções: ou ‘políticas ruins’, na forma de garantias de resgate, ou ‘mercado ruim’, na forma de imperfeições que induzem efeitos negativos sobre os balanços, tais como assimetrias de informação ou imperfeição no poder de curso dos contratos. Enquanto há algum sucesso na descrição das crises gêmeas, a profissão ainda necessita uma explicação coerente de um episódio **completo** de *boom-and-bust*, um que dê conta das duas formas.” (Schneider, Tornell, 2000, p. 2).

comercializáveis, onde este segundo tenderia a crescer mais antes da crise, sendo mais fortemente atingido pela reversão cíclica e demorando mais para se recuperar. Além de apresentarem as evidências empíricas desse fato, marcadamente presente nas crises dos anos 90, os autores lembram que, especialmente no caso asiático, os bancos estavam fortemente expostos ao setor de não comercializáveis. Miskhin (1996; 1998) já havia destacado essa regularidade empírica como sendo um dos elementos que caracterizam os sistemas bancários dos países em desenvolvimento.

Schneider e Tornell (2000) mostram como os bancos, fundados em recursos captados no mercado internacional, financiam as empresas domésticas em um contexto onde existem garantias governamentais — no caso de crise sistêmica — e imperfeições nos contratos.¹⁷ Com a presença de garantias, tornar-se-ia lucrativo para os bancos especularem sobre a taxa de câmbio. O subsídio implícito, associado à proteção governamental, funcionaria como um substituto para os colaterais dos tomadores domésticos, incentivando a busca de mais *funding* externo. Em condições “normais”, a demanda de crédito do setor de não comercializáveis seria limitada pela existência de colaterais. O ritmo de crescimento dos seus investimentos produtivos dependeria da capacidade de geração de renda dos investimentos passados e da antecipação da evolução futura da demanda de bens finais. A liberalização financeira e a existência de garantias governamentais ampliariam a fronteira possível de recursos da economia. Essa remoção artificial da restrição orçamentária “normal” seria tão mais grave na medida em que prevalecesse uma forte concentração setorial — nos não comercializáveis — dos empréstimos. Através das dívidas assumidas pelo bancos, o risco cambial converte-se, potencialmente, em risco de crédito sistêmico. Se os bancos ampliam a oferta de crédito, cria-se, de forma endógena, o risco cambial, tornando a economia vulnerável a crises auto-realizáveis. Assim, bastaria a existência de um estoque elevado de dívidas denominadas em divisas para precipitar a crise.¹⁸

¹⁷ Schneider e Tornell (1999) já haviam desenvolvido um modelo que incorporava, em um único arcabouço, os problemas das garantias implícitas e imperfeição nos contratos. Porém, diferentemente de Schneider e Tornell (2000), trabalha-se com choques exógenos na determinação da crise e foca-se no comportamento dos preços de ativos, cuja oferta está fixa.

¹⁸ “Se o estoque de dívida denominada em divisas é alto, uma depreciação real pode congelar, gravemente, as rendas de curto prazo, ou mesmo quebrar os bancos. Na medida em que eles defrontam-se com restrições obrigatórias de empréstimos, têm que cortar o crédito do setor de não comercializáveis. A baixa demanda de investimento deste valida a depreciação. O risco de crédito sistêmico criado pelo sistema bancário induz o risco cambial endógeno. Segue que uma ‘faísca’ pode detonar as crises ‘gêmeas’, com a coincidência de uma severa depreciação real e de falências generalizadas. Este ‘mecanismo de crise’ pode ser ativado sempre que os bancos tiverem acumulado uma grande quantidade de dívidas em cambiais.” (Schneider, Tornell, 2000, p. 4).

Dois elementos devem ser destacados no modelo de Schneider e Tornell (2000). Em primeiro lugar, os autores assumem a existência de fragilidade financeira ao suporem que a probabilidade *ex ante* da ocorrência de crises é diferente de zero. Isto implica que os tomadores finais não estão indiferentes ao endividamento em cambiais e moeda local. Da mesma forma, com a existência de garantias implícitas, o maior risco associado à assunção de dívidas em moeda estrangeira torna-se o elemento definidor da expansão do crédito fundado no Exterior e, portanto, da construção de um ambiente de fragilidade financeira. Em segundo lugar, a crise só é possível, nos termos descritos anteriormente, com a presença simultânea das garantias governamentais e da imperfeição dos contratos.¹⁹

Os autores deixam claro que a existência de garantias e imperfeições nos contratos não são características exclusivas dos países em desenvolvimento. Todavia a regulação prudencial não incorporada no modelo é apontada como determinante da redução na assunção excessiva de risco. Nesse sentido, os países desenvolvidos, por terem uma regulação prudencial mais sólida, seriam capazes de minimizar a probabilidade de ocorrência de crises do tipo profecias auto-realizáveis. Da mesma forma, a implicação normativa desse argumento está diretamente vinculada à realização de reformas institucionais que reduzam as distorções governamentais e de mercado.

A especulação dos investidores e os aspectos irracionais das crises recentes têm sido destacados por vários autores convencionais. Radalet e Sachs (1998) procuram demonstrar que os países asiáticos teriam sido vítimas do pânico de especuladores incapazes de avaliar corretamente a sua solidez prospectiva. Assim, se, por um lado, havia problemas nítidos de liquidez externa, cujo indicador seria a razão entre a dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, em deterioração, por outro, aqueles países seriam perfeitamente solventes no longo prazo. Caso os credores internacionais não

¹⁹ “Se só houvesse garantias, as crises de auto-realização não ocorreriam, porque os bancos poderiam, facilmente, tomar emprestado no caso de uma desvalorização real. Somente se as dívidas forem denominadas em cambiais (por causa das garantias) e se os bancos tiverem restrição de crédito é que uma queda nos preços pode ser auto-realizável, assim como as falências de bancos e o colapso na demanda. Na ausência dos efeitos sobre os balanços, só se poderia explicar o *boom* de crédito que caracteriza a assunção de risco através do endividamento, se houver algum choque nos ‘fundamentos’ que crie um substancial risco cambial. Note-se, todavia, que, na maioria dos episódios recentes de crise, não foi possível identificar tais choques. Por outro lado, se só houver problemas de *enforceability*, os bancos não lucrariam como risco de endividamento. Na verdade, na presença de custos de falência, eles iriam preferir fazer *hedge* cambial denominando suas dívidas em moeda local. Claramente, na ausência de dívidas em cambiais crises auto-realizáveis não ocorreriam.” (Schneider, Tornell, 2000, p. 6).

tivessem entrado em pânico, buscando resgatar suas posições, em um típico comportamento de manada, a crise poderia ter sido amenizada com uma negociação de reescalonamento das dívidas. Por isso mesmo é que os autores criticaram a política de estabilização do FMI: juros altos só comprometeriam ainda mais a fragilidade das estruturas patrimoniais de bancos e corporações não financeiras.

Chang e Velasco (1998a) formalizaram a relação entre a crise asiática e o problema da liquidez a partir da adaptação do modelo de Diamond e Dybvig (1983) sobre fugas bancárias para economias abertas num ambiente de mobilidade de capitais. Nessas economias, a iliquidez internacional resultaria da diferença entre o conjunto de obrigações reais e potenciais em divisas e a capacidade de arregimentar, no curto prazo, recursos cambiais para fazer frente àqueles compromissos. A liberalização financeira e o estímulo originado da estabilidade nominal do câmbio permitiram o excesso de endividamento a prazos de maturação cada vez mais curtos. Somando-se às garantias de empréstimos em última instância pelas autoridades monetárias, criou-se o cenário da crise. Nesse contexto, o processo de corrida bancária é gerado por uma crise de confiança dos credores internacionais e dos intermediários financeiros. Essa crise tem um caráter de profecia auto-realizável, na medida em que a desconfiança dos investidores gera um movimento coletivo de fuga para a liquidez devido a falhas de coordenação.²⁰

Chang e Velasco (1998) deixam claro que os modelos de primeira e segunda geração seriam inadequados para explicar a crise asiática. Para eles, qualquer esforço de formalização do caso asiático deveria: (a) considerar que o mau comportamento dos governos não seria o fator gerador da crise, como sugerem os modelos de crise de balanço de pagamentos *a la* Krugman (1979); (b) acomodar distintas situações macroeconômicas, na medida em que as EACs não teriam convivido com uma significativa retração econômica no período pré-crise, reduzindo a importância do dilema crescimento *versus* estabilidade cambial dos modelos de segunda geração; (c) explicar sua especificidade, na medida em que, nos anos 80 e início dos 90, os países asiáticos conviveram com níveis elevados de déficit em conta corrente e nem por isso entraram em crise; da mesma forma, vários países latinos teriam, ao longo da segunda metade dos

²⁰ “(...) quando os agentes financeiros domésticos contratam dívidas de curto prazo no exterior para financiar investimentos menos líquidos, torna-se possível a emergência de falhas de coordenação. Nenhum credor individual achará lucrativo rolar seus empréstimos se acreditar que os outros não irão fazê-lo e que, conseqüentemente, forçará os devedores domésticos à quebra. Assim, o súbito aumento na necessidade de liquidez pode, de fato, romper o sistema financeiro, confirmando as expectativas dos credores.” (Chang, Velasco, 1998a, p. 37).

anos 90, convivido com um grau de fragilidade externa semelhante às EACs sem experimentarem a ruptura econômica daqueles; (d) e ser aderente às regularidades empíricas normalmente associadas às crises gêmeas, além de contemplar a natureza da contração econômica, considerada pelos autores muito maior do que a fragilidade dos *fundamentals* poderia indicar.

3 - Considerações finais

Em uma perspectiva histórica, é possível perceber-se a recorrência de episódios de crise financeira, envolvendo tanto os países desenvolvidos quanto os em desenvolvimento. Há, portanto, crises em distintos ambientes institucionais e sob diferentes bases econômicas e contextos conjunturais. A teoria econômica convencional costuma trabalhar os episódios de crises financeiras como resultado de fragilidades nos fundamentos econômicos e/ou institucionais, especialmente quando nos países periféricos. A noção, explícita ou implicitamente, de que os mercados são eficientes e os agentes econômicos perfeitamente racionais fundamenta aquela percepção. Por outro lado, a ampliação da instabilidade financeira, a partir dos anos 90, tem forçado à utilização, cada vez mais ampla, de argumentos e hipóteses que flexibilizam os supostos usuais dos modelos convencionais.

Assim, os recentes avanços teóricos dos modelos de crise financeira têm permitido a incorporação de fatos estilizados, que representam os elementos de instabilidade que tem caracterizado o desenvolvimento da economia internacional, principalmente no que se refere à dimensão financeira do processo de globalização. O caráter incompleto e assimétrico das informações; as incertezas associadas à política econômica, ensejando a ocorrência de equilíbrios múltiplos; os comportamentos de manada de investidores com carteiras fortemente alavancadas; o efeito-contágio; o risco moral derivado tanto das ações dos governos locais quanto dos pacotes de socorro internacionais; a inadequação dos processos de abertura financeira na periferia; dentre outros, constituem-se em fatores analíticos que traduzem a “cheia do *mainstream*” na literatura sobre crises financeiras. Portanto, deve-se destacar o avanço que esse esforço teórico representa, pois, em certa medida, há uma convergência crescente entre as análises convencionais e heterodoxas.

Por outro lado, é possível perceber-se um viés conservador nas propostas de ordenamento das finanças internacionais, na medida em que se remete aos países em desenvolvimento a imposição, agora vinculada na forma de novas condicionalidades dos pacotes de ajuda dos órgãos multilaterais, de reformas institucionais que, em tese, seriam capazes de minimizar os riscos de crise pela supressão de assimetrias informacionais severas. Boa parte dessas pro-

postas fundam-se nas análises teóricas da “cheia do *mainstream*” nas finanças. É nesse ponto que a tendência de convergência teórica se transforma em divergência política. Este artigo não detalha as alternativas de ordenamento do sistema financeiro internacional, ponto enfatizado, por exemplo, pela UNCTAD (Trade Develop. Rep., 1998; 1999; 2001). Ainda assim, deve-se apontar que a “heterodoxia” associada aos novos modelos neoclássicos de crises financeiras fica restrita, em grande medida, à análise teórica e empírica. Do ponto de vista normativo, tende-se a manter a defesa da livre mobilidade de capitais e da homogeneização institucional como forma de reduzir as incertezas políticas em um ambiente de globalização financeira.²¹ Em uma perspectiva cética²² com respeito a esse ponto, Rodrik (2001) destaca que o esforço dos países em desenvolvimento em se ajustarem às regras de uniformização institucional *market-friendly* impõe um custo não desprezível, com benefícios, em termos de aumento do crescimento e bem-estar, que vêm se apresentando muito aquém do sugerido pela retórica liberal. Uma estratégia de desenvolvimento bem-sucedida deveria ser capaz de combinar os benefícios da integração com os mercados globais e a geração endógena de forças econômicas e sociais capazes de refletir as especificidades de cada sociedade.

É interessante notar que o aprofundamento da instabilidade pós-crise asiática, a partir das crises russa e brasileira e da falência do fundo americano Long Term Capital Management, acelerou as discussões sobre reformas no sistema financeiro internacional. Foram criadas comissões especiais, formadas

²¹ O Trade and Development Report 2001 da UNCTAD (2001) traz uma análise detalhada desses pontos.

²² Ao comentar os requisitos uniformizantes impostos pelos órgãos multilaterais aos países em desenvolvimento, Rodrik (2001, p. 3-4) sugere que as reformas visam proteger os ativos dos investidores dos países centrais, mais do que garantir uma trajetória sustentável de desenvolvimento para a periferia: “Na arena financeira, as reformas complementares têm sido impostas com ainda mais fanfarra e urgência. A visão predominante em Washington e em outras capitais do G-7 é que a fragilidade na regulação prudencial, na governança corporativa e nos procedimentos legais sobre falências estava no coração da crise financeira asiática. Daí o ambicioso esforço do G-7 em estabelecer códigos e padrões internacionais cobrindo [temas como] a transparência fiscal, as políticas monetária e financeira, a supervisão bancária, a disseminação de dados, a governança corporativa e os padrões contábeis. O Financial Stability Forum (FSF) – uma agência com **nenhum** país em desenvolvimento como membro – designou 12 desses padrões como sendo a chave para [a constituição] de sistemas financeiros saudáveis nos países em desenvolvimento (...) Na perspectiva de como surgiram as demandas que originaram tais pré-requisitos, um cinico pode ser desculpado por imaginar que a razão de tudo estaria em se buscar garantir a cobertura de eventuais prejuízos [para as decisões de investimento dos agentes econômicos dos países centrais]. Afinal, quando de um desempenho decepcionante no crescimento ou uma crise financeira, é muito mais conveniente culpar os ‘deslizes’ na implementação das reformas complementares do que [culpar] um processo inadequado de liberalização”.

por representantes de órgãos multilaterais, governos nacionais e agentes relevantes, para avaliar essa situação e estabelecer novos parâmetros balisadores para as políticas macroeconômicas e reformas estruturais, bem como para as decisões dos agentes privados e instituições financeiras, como o Financial Stability Forum e o Financial Sector Liaison Committee. Em 2000, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia apresentou seu novo pacote de *standards* para a regulação bancária. Consolidou-se a tendência de ênfase nos aspectos de minimização do risco, a partir do monitoramento “procedimental” (Canuto, Lima, 1999) do comportamento dos agentes. Ao criar sua Contingent Credit Line, o FMI passou a contar com um instrumento que, simultaneamente, se pretende um facilitador da prevenção de crises, mas que se revela, por princípio, um mecanismo de indução de reformas institucionais nos países em desenvolvimento.

Para a UNCTAD (Trade Develop. Rep., 2001), as propostas de reformas na arquitetura do sistema financeiro “(...) em vez de focarem em ações internacionais direcionadas para a instabilidade sistêmica e os riscos [a ela associados], têm enfatizado o que deveria ser feito pelas instituições nacionais (...)” (Ibid., p. 61). Nesse sentido, a imposição de mecanismos mais estreitos de gestão do risco, no bojo das reformas financeiras nos países devedores, com base na adoção de parâmetros globais, em conjunto com a criação de linhas de crédito contingentes e o maior envolvimento do setor privado no equacionamento das crises, via reestruturação dos contratos sob livre negociação, permitiriam a manutenção dos espaços ampliados de rentabilização dos investidores dos países em desenvolvimento. A UNCTAD sugere que a criação de parâmetros globais de comportamento para os governos nacionais (especialmente nos países devedores) não é um substituto perfeito para a criação de instituições reguladoras globais com capacidade efetiva de intervenção sobre as forças de mercado.

Com as reformas conservadoras em curso, estabelece-se o seguinte dilema: “O sistema financeiro internacional continua sendo organizado em torno dos princípios do *laissez-faire*, e os países em desenvolvimento são aconselhados a aderir ao objetivo de uma conta de capital aberta e conversível e a restaurar os controles sobre os fluxos de capitais somente enquanto uma medida excepcional e temporária. **Tudo isso tem estendido o alcance global dos mercados financeiros, sem um fortalecimento correspondente das instituições globais**” (Ibid., p. 62).

Além disso, o reforço dos mecanismos tradicionais de intervenção sobre os países em desenvolvimento e a adoção de princípios universais e homogêneos de regulação financeira sugerem o fortalecimento da tendência de institucionalização dos padrões de gestão da riqueza vigentes nos países centrais, especialmente nos EUA. Com isso, reduzem-se os graus de liberdade

para a condução de estratégias alternativas de integração à economia internacional e de políticas anticíclicas. Esta é uma derivação normativa possível de análises que sugerem ser a presença de governos soberanos, especialmente nos países em desenvolvimento, um fator central na determinação de crises financeiras, conforme foi destacado neste trabalho. Por isso mesmo, “blindagens institucionais” que visem reduzir o Risco-País dos mercados emergentes aparecem, de forma explícita ou não, nos argumentos e nas políticas que pretendem manter, mesmo com reformas marginais, o ambiente de liberalização plena das finanças internacionais.

Bibliografia

- AGLIETTA, M. **Macroéconomie financière**. Paris: La Découvert, 1995.
- AZIZ, Jahangir, CARAMAZZA, Francesco, SALGADO, Ranil. Currency Crises: In SEARCH of common elements. Washington, DC.: International Monetary Fund, 2000. (IMF Working Paper, WP/00/67).
- BELLUZO, Luiz G. de Mello, COUTINHO, Luciano. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. **Economia e Sociedade**, Campinas: Unicamp/Instituto de Economia, n. 7, 1996.
- BELLUZZO, Luiz G. de Mello. Notas Sobre a Crise da Ásia. **Praga**, estudos marxistas, São Paulo: Editora Hucitec, n. 5, 1998.
- BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, IRWIN, Douglas. **Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?** Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1999. (NBER Working Paper 7195).
- BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, KIM, Jongwoo. **Was there really na earlier period of international financial integration comparable to today?** Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper 6738).
- BURNSIDE, Craig, EICHENBAUM, Martin, REBELO, Sergio. **On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000. (NBER Working Paper 7554).
- CALVO, Guilherme. A., MENDONZA, Enrique G. **Rational herding behavior and the globalization of securities markets**. [s.l.]: Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis, 1997. (Discussion Paper n. 120).

CALVO, Guillermo A. Balance of payments crises in emerging markets. In: CONFERENCE ON CURRENCY CRISES, Cambridge, MA. [**Proceedings...**] Cambridge, MA.: NBER, 1998. mimeo.

CANUTO, Otaviano, LIMA, Gilberto. **Bancos centrais e integração financeira no Mercosul: o marco geral.** [s.l. : s.n.], 1999. (Relatório de Pesquisa CEPAL-IPEA). mimeo.

CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés. **Financial crises in emerging markets: a canonical model.** Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Papers n. 6606).

CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés. **The Asian Liquidity Crisis.** Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1998a. (NBER Working Papers n. 6796).

CORSETTI, G., PESSETI, P., ROUBINI, N. Paper tigers? a preliminary assessment of the asian crisis. In: SEMINAR ON MACROECONOMICS (ISOM), Lisboa, [**Proceedings...**] NBER-Bank of Portugal, 1998. mimeo.

CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela Magalhães. A instabilidade financeira nos anos 90: implicações para as economias capitalistas periféricas. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 4., Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre, 1999.

CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela. Instabilidade financeira nos anos 90: a reação conservadora. JORNADA DE ECONOMIA POLÍTICA DO CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO, 2.; ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA ANPEC, 27., Belém. **Anais...** Belém PA.: [s.n.], 1999a.

CUNHA, André Moreira. Globalização e instabilidade financeira: algumas implicações para as economias capitalistas periféricas. **Economia e Tecnologia**, Campinas, SP.: Editora Modelo, v. 2, n. 7, jul., p. 3-17, 1999.

DAVIS, Lance, GALLMAN, Robert. **Tides, waves and sandcastles:** the impact of foreign capital flows on evolving financial markets in the new world, Britain and Argentina, Australia, Canada and the United States, 1870-1914. [s.l.]: California Institute of Technology and University of North Carolina at Chapel Hill, 1999.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli, DETRAGIACHE, Enrica. **Financial liberalization and financial fragility.** IMF. Washington, DC: International Monetary Fund, 1998. (Working Paper, 98/83).

DIAMOND, D., DYBIVIG, P. Bank runs, deposit insurance, and liquidity. **Journal of Political Economy**, n. 91, p. 401-409, 1983.

- DOOLEY, Michael. **A model of crises in emerging markets**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper 6300).
- EICHENGREEN, Barry. **Globalizing capital: a history of the international monetary system**. Princeton: Princeton University Press, 1996.
- GRIFFITH-JONES, S. Globalización de los mercados financeiros y el impacto de los flujos hacia los países en desarrollo: nuevos desafíos para la regulación. **Pensamiento Iberoamericano**, Madrid. n. 27, 1995.
- GRIFFITH-JONES, S. La Crisis del Peso Mexicano. **Revista de la Cepal**, Santiago do Chile, n. 60, 1996.
- INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects and key issues. Washington DC: International Monetary Fund, 1998.
- KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. **Leading indicators of currency crisis**. Washington DC: IMF, 1998. mimeo.
- KAMINSKY, G., REINHART. **The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems**. Washington DC: International Monetary Fund, 1995. (IMF Discussion Papers, n. 544).
- KAMINSKY, G., SCHMUKLER, S. L. **What triggers market jitters?** Washington, DC: World Bank, 1999. mimeo.
- KRUGMAN, Paul. **Currency Crises**. [s.l.: s.n.], 1997. mimeo.
- KRUGMAN, Paul. **What Happened to Asia?** [s.l.: s.n.], 1998. mimeo.
- KRUGMAN, Paul. A model of balance of payments crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 11, n. 3, p. 311-325, aug. 1979.
- MISHKIN, Frederic S. **Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries**. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research, 2001. (NBER Working Paper, 8087)
- MISHKIN, Frederic S. **International capital movements, financial volatility and financial instability**. Cambridge, MA.: no National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper, 6390).
- MISHKIN, Frederic S. **Understanding financial crises: a developing country perspective**. Cambridge, MA.: no National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper, 5600).
- OBSTFELD, Maurice. Models of currency crises with self-fulfilling features. **European Economic Review**, n. 40, p. 1037-1047, 1996.

OBSTFELD, Maurice. The logic of currency crises. **Chaiers Economiques et Monétaires**, n. 34, 1994.

PRATES, Daniela M. **Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90**. Dissertação (Mestrado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

PRATES, Daniela Magalhães. **As crises financeiras dos países periféricos nos anos 90: uma análise crítica do pensamento convencional**. Campinas: Instituto de Economia, 2001. (Projeto de doutorado).

RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. **The onset of the east asian financial crisis**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper 6680).

RODRIK, Dani. **The developing countries hazardous obsession with global integration**. [s.l.: s.n.], 2001. mimeo.

SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron. **Balance sheet effects, bailout guarantees and financial crises**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2000. (NBER Working Paper 8060).

SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron. **Lending booms and asset price inflation**. [s.l.: s.n.], 1999. mimeo.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1998. Genebra: United Nations/ Conference on Trade and Development, 1998.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 1999. Genebra: United Nations/Conference on Trade and Development, 1999.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 2001. Genebra: United Nations Conference on Trade and Development, 2001.

WORLD BANK. **Global Development Finance**, 2000. Washington, DC: World Bank, 2000.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington DC: International Monetary Fund, 1998.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. Washington DC: International Monetary Fund, 1998a.