

AULA 10 – CRISES FINANCEIRAS EM PAÍSES EMERGENTES NOS ANOS 1990 E 2000

Maio 2023

Prof. Maria Antonieta Del Tedesco Lins
IRI-USP

Plano da aula

2

- As crises em países emergentes desde 1994, em linhas gerais
- A crise asiática
 - O que causou a crise asiática? Alguns pontos
 - Por que a crise da Ásia representou um marco importante?
- Outros episódios de crise
 - Argentina
 - Brasil
- Uma análise: Hausman e Velasco (2004)

Alguns fatos gerais

3

- As crises financeiras afetaram de forma distinta os países desenvolvidos e os emergentes
- Emergentes sofreram crises de mais longa duração, com restrição externa e efeitos micro e macro
- Entrada de poupança externa em países em processo de estabilização e com regras pouco rígidas em seus sistemas financeiros levaram a um “inchaço” destes
- Em outros países, a poupança externa teve como contrapartida o endividamento público
- Endividamento externo e doméstico cresceram ao mesmo tempo, em vários casos

Alguns fatos gerais

4

- Maior endividamento ⇒ perda de confiança na moeda e/ou no regime cambial
- Ampliação da percepção de risco, junto com a ocorrência de alguns fatores como
 - escassez de reservas internacionais para operacionalizar a política cambial
 - saques e retirada de depósitos dos agentes privados ⇒ crise de confiança no sistema financeiro
 - liquidação de ativos nos mercados de capitais dos investidores estrangeiros ⇒ queda nas cotações
 - dificuldade em renovar empréstimos externos vencidos
 - liquidação de ativos financeiros convertida em divisas

Observações gerais, segundo Eichengreen

(2008) Globalizing Capital. A history of the international monetary system. Chapter 6.

5

- Incapacidade dos países emergentes de conviver com mobilidade de capital e democracia? Não exatamente, foi o que o ajustamento mostrou entre 2002 e 2008
- No pós-crises, a maioria dos países adotou o regime de câmbio flexível, ancorando as expectativas em metas de inflação, em vários casos
- Ampla liquidez internacional, o forte crescimento de economias como as da China e da Índia e a elevação dos preços de commodities forma elementos fundamentais para o processo de acumulação de reservas das EE
- A relação de *global imbalance* contribuiu para que a China continuasse com sua política cambial e o consumo nos países industrializados (EUA em especial) se mantivesse forte e ainda para que as famílias americanas pudessem refinar suas hipotecas
- O surgimento do euro poderia trazer alternativas para as reservas dos BCs e, ao mesmo tempo, fatos novos no SMI



7

Antecedentes da crise asiática

Corsetti, Gabriel, Pesenti, Paolo, Roubini, Nouriel (1999) What caused the Asian currency and financial crisis? *Japan and the world economy*, 11, p.305-373

Condicionantes da crise financeira da Ásia

8

- Visão bastante corrente: crise não deve ser atribuída a uma deterioração dos fundamentos, mas sim a um comportamento de pânico de investidores reforçado pela ação pouco assertiva do FMI (início)
- Visão dos autores:
 - Crise refletiu distorções estruturais das economias da região.
 - Desequilíbrios nos fundamentos serviram como gatilhos da crise.
 - Comportamento de manada e reação dos agentes levaram à depreciação cambial, desmoronamento dos preços dos ativos e aprofundamento da crise, mais do que os desequilíbrios iniciais deveriam conduzir originalmente

Incentivos ao investimento

9

- Evidências de incentivos a projetos públicos e privados em um contexto regulatório inadequado
- Moral hazard elevando a vulnerabilidade financeira da região no processo de liberalização financeira
- Pressões políticas para manter elevadas taxas de crescimento levaram ao estabelecimento de garantias estatais aos investimentos e implícita garantia de bail-out.
- Mesmo diante de sinais de queda na rentabilidade, os investimentos na Ásia seguiram altos, pois as taxas de juros caíram no Japão e no Ocidente
- Mas o fator determinante foi financeiro: bancos se sobre-endividaram e emprestaram a tomadores domésticos.
- Parte fundamental da dívida era de curto prazo

Desequilíbrios

10

- Apreciação do dólar em relação ao yen desde 1995 deteriorou competitividade dos países que tinham suas moedas vinculadas ao dólar → piora nas transações correntes

11

Por que a crise da Ásia passou a ser emblemática?

Haggard, Stephan (2000) The Politics of the Asian Financial Crisis. *Journal of Democracy*, Volume 11, Number 2, April 2000, p. 130-144

Questões abertas pela crise asiática, pertinentes para outros países

12

- Face ao aumento de vulnerabilidade financeira de determinados países, os mercados reagem de acordo com suas expectativas acerca da reação dos governos frente à situação. Expectativas políticas são elemento crucial em todas as fases de uma crise financeira.
- Reação dos mercados às crises depende das expectativas com relação às ações de governo frente às turbulências
- Vale investigar, então
 - ▣ Em que diferiu a reação dos diferentes governos frente às crises? (democracias, ditaduras, arranjos intermediários)
 - ▣ Como a crise afetou as relações entre os governos e o setor privado?
 - ▣ Como os governos gerenciam as consequências sociais da integração de seus países na economia global?

Dinâmica política e crises

13

- Seria mais difícil implementar reformas nas democracias?
- Haggard estuda as respostas de diferentes governos em quatro países
 - Tailândia e Coreia do Sul ⇨ democracias e transição de governo
 - Malásia: dominância de um partido
 - Indonésia: governo autoritário

Tailândia e Coreia

14

- Características das democracias na Tailândia e na Coreia limitaram a capacidade de seus governos responderem aos sinais de crise
- Nos dois países, a crise levou a troca de governos por meio de eleições
- Ambos introduziram reformas na transição

Tailândia

15

- Quadro político
 - Coalizões obscuras com muitos partidos
 - Partidos fracos e fragmentados
 - Interesses privados com capacidade de interferência no *policy making*
 - ⇒ conflitos
- Governo Chavalit (1996-97). Apesar da presença de tecnocratas 'preparados' no governo, banco central sofreu ataques especulativos antes do colapso da moeda em julho
- Governo incapaz de iniciar o ajuste fiscal e fazer a transição do regime cambial
- Apoio custoso a instituições financeiras
- Mercados interpretam como fraqueza do governo
 - ⇒ Chavalit renuncia

Coreia

16

- Sistema presidencialista com o chefe do governo gozando também de poderes legislativos poderia trazer mais estabilidade
- Kim Young Sam (1993-98) tinha maioria quando a crise estourou
- Efeitos nefastos de escândalo de corrupção em 1997 somados a limitações impostas pelo calendário eleitoral (voto em dez 1997)
- Fragmentação no partido do governo/ não reeleição/ racha e lançamento de candidato alternativo

Coreia

17

- Instabilidade política teve efeitos sobre a política econômica
 - Desacertos no gerenciamento de quebras de grandes corporações (Kia, principal quebra)
 - Dificuldade para aprovação de uma lei de reforma financeira
- Em outubro, sistema bancário fortemente atingido
- Novembro, crise estabelecida
- Com o estouro da crise, a reforma financeira passou a integrar o programa de ajuste do FMI. Mas falta de sustentação política

Malásia

18

- Embora autoritário, o partido no poder estava sujeito a certos controles eleitorais e políticos
- Com a crise, pouca resistência da oposição e do partido no poder para adotar medidas como controle de capitais
- Mas, aumento das incertezas
- Poder usado para controlar os tecnocratas

Indonésia

19

- Suharto respondeu rapidamente com medidas ortodoxas aproveitando sua posição de força
- Flutuação da moeda
- Mas decisões de investimento e operações de salvamento de IF foram minando os esforços de ajuste
- Doença de Suharto, descontentamento com relação ao sucessor ⇨ queda de Suharto
- Poder autoritário usado para isolar tecnocratas e lançar-se em políticas erráticas.
- Aumento das incertezas

Riscos gerados pelas relações entre governos e setor privado no leste asiático

20

- Elevada concentração de poder econômico por grandes grupos
- Políticas governamentais de apoio como fonte de *moral hazard*
 - Risco excessivo
 - Corrupção
- Deficiências no planejamento e gestão dos processos de liberalização (especialmente a financeira), com câmbio administrado e sem regulação prudencial
- Elevados custos sociais das crises

Outros episódios de crise

21

Brasil

Argentina



Crises financeiras – Brasil, 1998-9

22

- América Latina foi 'mother of all sudden stops' depois da crise da Rússia em 1998 (levou 8 anos para o capital voltar nos mesmos níveis que antes)
- Crise financeira no Brasil: ruptura do regime cambial (fins de 1998 e início de 1999)
 - Regime de metas cambiais, com o Banco Central atuando como fiador da preservação de taxas ou bandas de taxas nominais de câmbio.
 - Âncora cambial como instrumento de estabilização inflacionária ⇒ valorização do real ⇒ barateamento das importações ⇒ aumento dos gastos privados ⇒ elevação do passivo líquido externo e endividamento público e privado

Crises financeiras – Brasil, 1998-9

23

- Crise monetária no Brasil: ruptura do regime cambial (fins de 1998 e início de 1999)
 - ▣ Com endividamento: redução da confiança na manutenção da âncora cambial ⇒ aumenta a avaliação dos riscos pelos agentes.
 - ▣ Crise: saída súbita de capitais e pressão por uma desvalorização cambial acentuada.

- ▣ Sistema bancário relativamente protegido por regulação conservadora

Crise financeira – Argentina, 2001-2

24

- Vários elementos semelhantes aos episódios anteriores
- Rigidez cambial mais grave
- Triste exemplo dos dilemas descritos pela trindade impossível
- Série de choques negativos: crises nos emergentes, desvalorização brasileira
- Governo demorou para sair do *currency board*
- A discutir desenrolar e ‘saídas’ da crise
- 19 y 20 de diciembre de 2001 – Trecho do documentário "Memoria del Saqueo" de Fernando 'Pino' Solanas
- <http://www.youtube.com/watch?v=tUgiBq27-ps>

25

Uma proposta de análise

Hausmann, Ricardo e Andrés Velasco. (2004) “The causes of financial crises: moral failure versus market failure”. Kennedy School of Government, Harvard University.

Hausmann-Velasco (2004)

Objetivo do paper

26

- Discutir os fatores motivadores das crises enfrentadas pelos países emergentes durante as últimas décadas.
 - ▣ Refutar a abordagem *vitoriana* – que responsabiliza estritamente as falhas de caráter moral (*living beyond your means*).
 - ▣ Discutir as falhas de mercado, com ênfase nos problemas decorrentes da impossibilidade dos países emergentes se financiarem em moeda local (*original sin*).

Hausmann-Velasco (2004)

A visão conservadora (ou *vitoriana*)

27

- Finanças internacionais vistas como um “jogo de moralidade”
 - ▣ Excesso de gastos como causa principal para as crises (comportamento irresponsável nos períodos de bonança, punido nos momentos de escassez).
 - ▣ Incentivos políticos são sempre a favor do excesso de gastos e de empréstimos.

Hausmann-Velasco (2004)

A visão conservadora (ou *vitoriana*)

28

- Problemas recorrentes que favoreceriam argumento conservador
 - ▣ Descontrole fiscal – notadamente em países de estrutura descentralizada, como Brasil e Argentina.
 - ▣ Oscilações econômicas de acordo com os ciclos de *commodities* (abundância de recursos naturais como uma maldição).
 - ▣ Garantias governamentais incentivando o excesso de tomada de risco de crédito por bancos e firmas – *moral hazard*.

Hausmann-Velasco (2004)

A visão conservadora (ou *vitoriana*)

29

- Trindade impossível
 - Excesso de gastos → Necessidade de financiamento → Emissão Monetária
 - Em regimes de câmbio fixo, a combinação acima é um convite ao ataque especulativo.

Hausmann-Velasco (2004)

A crise mexicana de 1994

30

- Análise do caso mexicano é crucial para defesa de posição dos autores
 - México bem visto pelos mercados: privatizou, abriu economia e desregulamentou setor financeiro.
 - Influxos de capital aumentaram muito, atingindo 6,7% do PIB, na média, de 1990 a 1994.
 - Dívida / PIB caiu de 67% para 30% entre 89 e 94.
 - Crise teria sido motivada pelo assassinato de Donaldo Colosio (candidato do PRI à Presidência da República) e pela alta dos juros nos EUA.
- [Governo Salinas de Gortari: 1988-1994]

Hausmann-Velasco (2004)

A crise mexicana de 1994

31

- Análise do caso mexicano é crucial para defesa de posição dos autores
 - México foi “salvo” pelo FMI e, principalmente, pelo Tesouro dos EUA.
 - Crítica *vitoriana* sugeria que risco moral decorrente do salvamento tornaria emprestadores e tomadores ainda mais irresponsáveis – mas não foi o que ocorreu.
 - De fato, segundo os autores, mercados de capitais foram mais abertos aos emergentes após o default na Argentina do que após a ajuda ao México.

Hausmann-Velasco (2004)

Contágio

32

- Abordagem *vitoriana* que enxerga no *moral hazard* o fator relevante para as crises está errada. Na verdade, trata-se de um problema de falha de mercado, materializado no contágio.
- *Crise asiática como exemplo*: cessação de financiamento leva a problemas na sequência em vários países com condições estruturais diferentes entre si. Fator motivador é a desconfiança (*self fulfilling pessimism*).
- Este também foi um fator crucial no México: déficits fiscais baixos, dívida pública moderada não indicavam quebra certa do país. A crise poderia ter sido evitada.
- *Contágio pune também os não-pecadores* – *Chile sempre sofreu os efeitos, mesmo tendo sido reconhecido como um país diferenciado entre os emergentes.*

Hausmann-Velasco (2004)

Market Failure

33

- Questão-chave: pecado original (*original sin*)
 - Países emergentes têm receitas em moeda local e despesas (e endividamento) em moeda estrangeira. Situações de *parada súbita* (*sudden stops*) nos fluxos de capitais levam a crises.
 - Desenvolvidos contam com mecanismos de garantia de acesso aos mercados que não são disponíveis aos emergentes. Consequências:
 - Choques temporários que se tornam persistentes
 - Elevação dos juros
 - Desvalorização cambial
 - Recessão

Círculo vicioso

Hausmann-Velasco (2004)

Políticas

34

Wall Street joke: “*an emerging market is one from which one cannot emerge in an emergency.*” (p. 27)

- À esquerda e à direita, certeza de que os mercados financeiros são imprevisíveis e voláteis
- Eterno problema do nível de endividamento dos países emergentes. Impedi-los de tomar crédito? Aceitar certos tipos de controles de capital?
- Construir instituições melhores é fundamental – condição necessária, mas não suficiente – porém importa a qualidade da dívida a ser contratada.
- Distribuição de riscos
- Ampliar o acesso dos emergentes aos mercados – e garanti-lo nos períodos de crise.

Hausmann-Velasco (2004) Políticas

35

Crítica à abordagem institucional

- ❑ Chile e Hong Kong são citados como contra-exemplos à recomendação de que a maior abertura comercial e financeira tenderia a ajudar a superar o problema do risco soberano (*willingness to pay*).

Crise asiática em imagens

36

- ❑ Commanding Heights Episode 3, Documentary-Asian Contagion, 1997
- ❑ <http://www.youtube.com/watch?v=PIQdsAQs37Y>
- ❑ Episódio inteiro
- ❑ http://www.youtube.com/watch?v=vYf6gn_x-Zk