

A literatura convencional sobre crises financeiras nos países “emergentes”: avanços e limitações *

Daniela Magalhães Prates**

Resumo: O propósito deste artigo é analisar, a partir de uma perspectiva crítica, a evolução recente da literatura convencional sobre as crises financeiras nos países emergentes, que têm sido marcada pela incorporação de elementos até então enfatizados somente pela “heterodoxia” como condicionantes destas crises. Nesse sentido, apresenta-se as principais características desta evolução, que resultou em novas gerações de modelos, procurando destacar as principais diferenças e “avanços” em relação às gerações precedentes. Em seguida, aponta-se as principais fragilidades e insuficiências destes modelos.

I. Introdução

A evolução da teoria econômica convencional (*mainstream economics*) a partir dos anos 70 tem sido marcada por dois movimentos simultâneos. Por um lado, pela formalização, na forma de modelos matemáticos e econométricos cada vez mais complexos, a qual reflete a retomada, com toda a força, do projeto dos economistas marginalistas: tornar a economia uma “ciência exata”. Por outro lado, a agenda de pesquisa do *mainstream* foi ampliada a partir da incorporação de temas até então relegados à heterodoxia, como, por exemplo, informação incompleta, processos de decisão estratégicos, consideração de fatores institucionais, bolhas especulativas nos mercados de ativos, influência das condições de financiamento sobre as variáveis macroeconômicas, como consumo e investimento.

Possas (1995) denominou essas tendências recentes de “cheia do *mainstream*”, em analogia aos dois efeitos típicos da cheia de um rio: o aumento da correnteza - radicalização do rigor formal - e a inundação das margens - ampliação da agenda. Esta ampliação, contudo, está sujeita a uma forte restrição: ser compatível com os dois princípios metodológicos básicos do *mainstream*, a racionalidade substantiva (ou maximizadora) e o equilíbrio. Além das áreas analisadas por este autor – microeconomia, macroeconomia e teoria do crescimento - a “cheia do *mainstream*” invadiu, igualmente, outras áreas de pesquisa, dentre as quais a literatura sobre crises financeiras nos países emergentes.

Após as sucessivas crises destes países na segunda metade da década de 90 (México, Ásia, Rússia e Brasil), ocorreu uma verdadeira “reação teórica” no âmbito do pensamento convencional, o qual passou a reconhecer a importância (e, assim, a introduzir nos seus modelos) elementos até então enfatizados somente pela

“heterodoxia” como condicionantes destas crises, sobretudo fatores externos aos países, mas também especificidades institucionais vis-à-vis aos países desenvolvidos.

O objetivo deste artigo é analisar, a partir de uma perspectiva crítica, esta reação teórica, ou seja, as novas interpretações e modelos sobre as crises financeiras nos países emergentes. Além desta introdução e das conclusões, o artigo está organizado da seguinte forma: na seção II, procura-se apresentar as principais características desta reação, que resultou em novas gerações de modelos, procurando destacar as principais diferenças e “avanços” em relação às gerações precedentes. Na seção III, procura-se apontar as principais fragilidades e insuficiências destes modelos a partir de uma crítica interna, isto é, sem o questionamento dos fundamentos teóricos subjacentes.

II. A reação teórica: retas paralelas e convergentes

A literatura convencional sobre crises financeiras tem proliferado nos últimos anos. A crise do Sistema Monetário Europeu de 1992/93 e as crises dos “mercados emergentes” (México e Ásia, principalmente) estimularam a realização de vários estudos teóricos e empíricos por parte dos economistas do *mainstream*, já que, como reconheceram estes mesmos economistas, os modelos convencionais de crises cambiais, conhecidos como modelos de primeira geração ou canônicos – nos quais as crises são o resultado inevitável da deterioração dos fundamentos macroeconômicos dos países - revelaram-se insuficientes para a compreensão destas crises (Krugman, 1997 e Corsetti *et alli*, 1998). No modelo seminal de Krugman (1979), a crise decorre da insustentabilidade do regime de câmbio fixo num contexto de déficits fiscais recorrente, financiados por emissão monetária. Na década de 80, vários autores estenderam este modelo com o objetivo de torná-lo menos estilizado e, assim mais “realista”, a partir da introdução de outras características geralmente presentes nas crises de balanço de pagamentos. Por exemplo, Calvo (1987), a partir da introdução de algum grau de rigidez de preços e um setor de bens não-comercializáveis, mostra como a crise é precedida por uma crescente valorização cambial e pelo aumento do déficit em conta corrente.

A seguir, procura-se analisar os novos modelos desenvolvidos nos anos 90. No caso dos países “emergentes”, é possível identificar duas fases ou “ondas” de artigos: após crise mexicana (seção II.1) e após crise asiática (seção II.2).

II. 1. A primeira “onda” de artigos

A primeira onda de artigos apareceu logo após a crise do México de dezembro de 1994 e o efeito-tequila, que atingiu principalmente a Argentina. Estes países haviam adotado integralmente as recomendações de política do Consenso de Washington - estabilização macroeconômica, liberalizações comercial e financeira, privatização, etc. - e superado, de forma geral, as fragilidades macroeconômicas e estruturais que, segundo a literatura convencional, haviam sido as responsáveis pela crise da dívida externa do início dos anos 80: déficit fiscais financiados por emissão monetária e a situação de repressão financeira. Neste contexto, a explicação convencional para as crises financeiras dos países em desenvolvimento havia perdido, em grande parte, seu poder explicativo.

Nesta primeira fase da reação teórica, duas linhas de pesquisa paralelas foram desenvolvidas: de um lado, o surgimento de novos modelos de crises cambiais; de outro lado, a proliferação de trabalhos teóricos e/ou empíricos sobre crises bancárias em geral, e nos países “emergentes” em particular.

A literatura sobre crises cambiais incorporou o papel das expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros, das variáveis externas, sobretudo a política monetária dos países desenvolvidos, e do efeito-contágio na explicação das crises. Como ressaltam Calvo et al. (1996), na apresentação do simpósio para o *Journal of International Economics*, “Speculative Attacks in Emerging Markets: What Mexico Taught Us?”, “*a broad consensus emerged that Mexico’s crisis contains critical elements that are not highlighted by the conventional wisdom*”. Dentre os artigos deste simpósio, destacam-se os de Sachs, Tornell & Velasco, 1996a e Calvo e Mendonza, 1996, que procuraram desenvolver novos modelos de crises cambiais ou de balanço de pagamentos, a partir da “lições” tiradas da crise do México para a teoria.

Nestes novos modelos - que integram a nova geração de modelos desenvolvidos após a crise do Sistema Monetário Europeu (SME), denominados de “segunda geração” - mesmo um país com os fundamentos macroeconômicos (monetários e fiscais) sólidos podem ser vítimas de um ataque especulativo, que passa a ter um carácter auto-realizável. Contudo, este ataque é bem sucedido, resultando na eclosão da crise somente se “*there is a range of ‘weak’ fundamentals where the cost of defending the peg (the temptation to devalue) is so high that a speculative attack forcing the*

abandoning the peg is inevitable” (Berg et al., 1999). Da mesma forma, somente países com “*weak fundamentals*” tornam-se vulneráveis ao efeito-contágio (Sachs, Tornell & Velasco, 1996b).

No entanto, ao contrário dos modelos precedentes, os modelos de segunda geração adotam uma definição mais ampla de fundamentos, que inclui além dos fundamentos tradicionais ou “estritos” (políticas fiscais e monetárias correntes), todas as variáveis que influenciam as antecipações dos agentes do mercado em relação à política monetária futura (Jeanne, 1996: 148). Em outras palavras, nesta geração de modelos o relevante é a consistência intertemporal da política monetária. Ademais, nestes modelos não há mais uma relação determinística entre os fundamentos (agora ampliados) e a crise, uma vez que existem dois equilíbrios possíveis se o país encontra-se na “região frágil”: o equilíbrio com ataque especulativo (quando a crise auto-realizável ocorre) e o equilíbrio sem ataque (e, assim, sem crise). A crise pode jamais acontecer, se os agentes coordenam-se no equilíbrio sem ataque. Ou seja, existe a possibilidade de equilíbrios múltiplos e, conseqüentemente, a crise não é mais totalmente previsível, como nos modelos de primeira geração, com equilíbrio único.

Vale mencionar que, em termo formais, é o abandono das hipóteses de previsão perfeita e tempo contínuo que está subjacente à multiplicidade de equilíbrios. Ao contrário dos modelos canônicos, os modelos de segunda geração têm uma estrutura estocástica com tempo discreto, que resulta em duas propriedades fundamentais: a existência de uma variável estocástica (“ruído”), que introduz o elemento de imprevisibilidade, ou melhor, a “incerteza” que é sinônimo de risco probabilístico nestes modelos; e a não-linearidade no comportamento dos agentes privados que implica a possibilidade de múltiplas soluções, associadas a pulos (“*jumps*”) entre os equilíbrios, provocados por “*extraneous events*” (Flood & Marion, 1997 e Masson, 1999). Vale ressaltar que nestes modelos os agentes também formam suas expectativas racionalmente: nesse caso, os investidores introduzem no seu modelo de previsão a possibilidade de “pulos” entre os equilíbrios.

Enquanto no caso dos países membros do SME, os fundamentos ampliados envolveriam, entre outros, o alto nível de desemprego e as incertezas quanto ao Tratado de Maastricht, no caso do México, estes fundamentos seriam o estoque elevado de dívida pública de curto prazo (tesobônus) nos portfólios dos investidores estrangeiros vis-à-vis às reservas cambiais e, principalmente, a fragilidade do sistema

bancário doméstico, que tornariam o país vulnerável a um ataque especulativo auto-realizável. Mas, quais seriam os fatores subjacentes à fragilidade bancária? Estes modelos não analisam estes fatores de forma detalhada. Eles procuram, sobretudo, examinar o mecanismo de transmissão entre a fragilidade bancária e a vulnerabilidade do regime de câmbio fixo ou administrado.

Enquanto no modelo de Calvo e Mendonza (1996), a antecipação de um “*bailout*” do sistema bancário pelo banco central teria contribuído para a deterioração das expectativas dos investidores, subjacente ao ataque especulativo, no modelo de Sachs, Tornell e Velasco (1996), o volume expressivo de créditos em atraso e liquidação nos portfólios dos bancos teria impedido a autoridade monetária de praticar uma política monetária restritiva, a qual teria evitado a evasão das reservas ao longo de 1994. Ademais, os dois artigos enfatizam a relação entre o elevado estoque de dívida pública de curto prazo indexada ao dólar (os tesobônus), detido por investidores estrangeiros e domésticos, e o ataque especulativo auto-realizável contra o peso mexicano. Assim, pode-se dizer que nos dois modelos a inconsistência intertemporal da política monetária – associada à fragilidade do sistema bancário e ao elevado estoque de dívida pública de curto prazo - teria impedido o banco central mexicano de praticar uma política monetária compatível com a manutenção do regime de câmbio fixo e, consequentemente, tornado o país vulnerável a um ataque especulativo auto-realizável.

A segunda linha de pesquisa envolveu trabalhos teóricos e empíricos sobre crises bancárias em geral, e nos países “emergentes” em particular. Estes trabalhos procuraram investigar as causas subjacentes à fragilidade bancária, questão não aprofundada pela literatura de crise cambial. Uma das principais referências é o artigo de Kaminsky & Reinhart (1996) que, a partir de uma estudo empírico, identifica o aumento da incidência de crises bancárias após a década de 70, bem como uma forte correlação entre estas crises e as crises cambiais (ou de balanço de pagamentos), que as autoras denominam de “crises gêmeas”. Na verdade, além desta forte correlação, as autoras identificam uma relação de causalidade entre as duas crises, pois de forma geral as crises bancárias teriam precedido as crises cambiais. Quais seriam, então, as causas das crises bancárias e os mecanismos de transmissão entre crises bancárias e cambiais? O processo de liberalização financeira seria o principal determinante das crises bancárias, e estas acabariam provocando uma crise cambial devido às

operações de salvamento do banco central. Contudo, como o estudo de Kaminsky & Reinhart (1996) apoia-se numa amostra de países desenvolvidos e em desenvolvimento, estas autoras não analisam os fatores específicos a estes países que os tornariam mais vulneráveis às crises bancárias e, assim, às crises gêmeas.

Seguindo um *approach* semelhante ao de Kaminsky & Reinhart (1996), alguns autores, além de analisar teoricamente e empiricamente a relação entre liberalização financeira e crises bancárias, procuraram identificar os fatores específicos aos países em desenvolvimento ou “emergentes” que os tornariam mais vulneráveis a estas crises (ver Caprio Jr. & Klingebiel, 1996; Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1997 e 1998). Dentre estes fatores, destacariam-se as fragilidades regulatórias (deficiência dos mecanismos de supervisão e regulamentação bancárias, num contexto de amplas garantias públicas, implícitas ou explícitas, aos passivos bancários) e institucionais (sistemas legais, de auditoria e judiciais ineficientes e corruptos, menor transparência das informações, mercados de capitais pouco profundos, etc.).

Mishkin (1996), a partir de uma *démarche* diferente dos trabalhos anteriores procura, igualmente, analisar os fatores específicos aos países em desenvolvimento que os tornariam mais suscetíveis às crises bancárias. Este autor não realiza estudos econométricos, mas desenvolve de forma mais detalhada o referencial teórico subjacente, qual seja, a teoria da assimetria de informação. Ao lado das fragilidades regulatórias e institucionais, Mishkin ressalta o papel fundamental dos bancos nesses países, onde a maior dificuldade de obter informações sobre a performance das empresas (associada, por sua vez, às fragilidades institucionais), agravaria os problemas de assimetria de informação (seleção adversa e risco moral) - que justificam a existência dos bancos segundo esta teoria. Vale esclarecer o raciocínio subjacente: de acordo com esta teoria, os bancos são intermediários financeiros entre poupadores e investidores, cuja presença torna-se necessária devido à existência de imperfeições de mercado, mais especificamente, das assimetrias de informação, especialmente pronunciadas nos mercados financeiros, que impedem os mercados de capitais de desempenharem de forma eficiente a função de intermediação (ver Ferreira & Freitas, 1995). Assim, quanto maiores estas assimetrias, maior será a importância dos bancos.

II.2. A segunda “onda” de artigos e os modelos de terceira geração

A crise asiática marcou o segundo momento de inflexão na literatura convencional

sobre crises financeiras nos países emergentes. Esta crise abalou ainda mais o poder explicativo dos modelos convencionais sobre crises cambiais e mostrou a fragilidade de vários argumentos utilizados na explicação da crise mexicana. Apesar do nível elevado de poupança interna, dos bons fundamentos macroeconômicos e do direcionamento dos fluxos de capitais para o investimento e não para o consumo interno, esses países também se tornaram vulneráveis à reversão súbita dos fluxos de capitais. Assim, no caso dos países asiáticos, os problemas nos fundamentos macroeconômicos não poderiam ser apontados como os responsáveis pelas crises.

Nesta segunda onda de artigos, pode-se afirmar que ocorre uma convergência entre as duas linhas de pesquisa mencionadas acima, ou seja, entre as literaturas sobre crises cambiais e crises bancárias, uma vez que vários modelos vão procurar analisar exatamente as interações entre estas crises. E, ao contrário dos anteriores, os novos modelos, denominados de “terceira geração”, incorporam explicitamente os fluxos de capitais na análise, destacando o seu papel central na eclosão das “crises gêmeas”.

Por um lado, alguns autores, seguindo a tradição dos modelos de primeira geração (agentes racionais e completamente informados e existência de equilíbrio único), desenvolveram modelos nos quais a inconsistência de política subjacente ao ataque especulativo antecipado e à crise inevitável está associada ao *moral hazard*, gerado por garantias públicas ao passivo externo do setor privado (e não mais aos desequilíbrios nos fundamentos fiscais e monetários). Nestes modelos, estas garantias geram distorções e estimulam a absorção excessiva e insustentável de fluxos de capitais pelos agentes domésticos (bancos, instituições financeiras não-bancárias e empresas). Enquanto alguns autores aplicaram esta análise para o caso específico dos países asiáticos (Krugman, 1997; Corsetti, Pensenti & Roubini, 1997), Dooley (1997) desenvolveu um modelo de crise nos mercados emergentes em geral, a partir do argumento do *moral hazard*

No modelo de Dooley (1997), denominado pelo autor de “*insurance model*”, o ingresso de capitais e o *boom* na intermediação financeira doméstica são partes integrais de um ataque especulativo totalmente antecipado contra as reservas do governo. O conflito de política surgiria em função do desejo de um governo sujeito a uma restrição de crédito (*credit constrained*) de manter reservas como uma forma de auto-seguro e, simultaneamente, de garantir os passivos financeiros dos residentes. A disponibilidade deste seguro criaria um diferencial de rendimento favorável às

obrigações emitidas pelos residentes dos países emergentes (bancos e empresas não-financeiras) estimulando um ingresso bruto de capitais privados, que se manteria até o momento em que o estoque de reservas do governo iguala-se às suas obrigações contingentes (*contingence insurance liabilities*). Neste momento, ocorreria o ataque especulativo antecipado: os investidores venderiam os ativos garantidos ao governo, esgotando as reservas. Mas, uma das pré-condições para que esta sequência ocorra é o relaxamento da restrição de crédito do governo. Dois fatores teriam reduzido esta restrição nos anos 90: em primeiro lugar, a queda das taxas de juros internacionais em 1989 que teria gerado um “*insurance fund*” para os mercados emergentes devido aos seus efeitos positivos sobre o estoque de dívida externa; em segundo lugar, os pacotes de salvamento ao México, Argentina e Tailândia teriam sinalizado aos investidores que estes países teriam acesso a linhas de créditos oficiais (governos do G-7 e organismos multilaterais), que passariam assim a integrar o “*insurance fund*”. Vale mencionar que o modelo de Dooley oferece igualmente uma explicação para o efeito-contágio: uma operação de resgate reduziria os recursos oficiais disponíveis e, assim, o “*insurance fund*” necessário para financiar outras operações semelhantes, reduzindo a rentabilidade esperada dos investimentos nos mercados emergentes e, com isso, resultando num resgate de recursos destes mercados de forma geral.

Já Chang & Velasco (1998) desenvolvem um modelo que se propõe a ser um “*canonical model*” das crises financeiras nos mercados emergentes, a partir da adaptação do modelo de fuga bancária da Diamond & Dybvig (1983) a economias abertas com livre mobilidade de capitais. Neste modelo, o conceito de iliquidez internacional do sistema bancário desempenha um papel central na eclosão da crise: o pânico dos investidores estrangeiros pode resultar numa situação de iliquidez do sistema bancário e desencadear uma crise bancária, seguida de uma crise cambial. Isto porque, “*if and when a bank crisis comes, stabilizing the banks and keeping the exchange rate peg become mutually incompatible objectives*” (p. 5). Este modelo também supõe agentes racionais e informados, mas ao contrário do modelo de Dooley (1997), há possibilidade de equilíbrios múltiplos, mais especificamente dois equilíbrios (crise e não-crise), como nos modelos de segunda geração. A lógica subjacente é a mesma: a multiplicidade de equilíbrios está associada à possibilidade de ataques especulativos auto-realizáveis, seja contra as reservas do sistema bancário, seja contra as reservas cambiais do Banco Central (Marion, 1999).

Além destes modelos com agentes racionais e totalmente informados, que predominaram, também surgiram modelos com agentes racionais, mas imperfeitamente informados. Calvo e Mendonza (1997) desenvolveram, a partir da teoria do “*rational herding behaviour*”, um modelo que pretende explicar, essencialmente, uma característica das crises recentes: o efeito-contágio. Segundo estes autores, a globalização do mercado internacional de *securities*, ao aumentar o leque de ativos disponível e, assim, possibilitar a diversificação dos portfólios dos investidores estrangeiros, reduziria, ao mesmo tempo, os retornos associados ao “investimento” na obtenção de informações sobre os diversos ativos, acentuando o problema de informação incompleta que torna o “*herding*” racional. Este problema de “ação coletiva” aumentaria a probabilidade de amplos movimentos dos fluxos de capitais desvinculados dos fundamentos e, assim, da eclosão de crises associadas ao contágio. Igualmente, este modelo fornece uma explicação para a maior incidência desta modalidade de crise nos mercados emergentes: como os títulos destes mercados ainda representam uma pequena proporção dos portfólios dos investidores institucionais estrangeiros, estes acabam optando por não investirem na obtenção de informação sobre o fundamento os boatos e, assim, seguem a “manada”.

III. Uma análise crítica das novas gerações de modelos

Como vimos na seção precedente, após as crises mexicana e asiática, houve uma proliferação de novos modelos sobre as crises financeiras (sobretudo cambiais e gêmeas) nos países emergentes, que procuraram preencher as lacunas dos precedentes, a partir da incorporação de fatores externos – como os ataques especulativos auto-realizáveis, a volatilidade e a reversão súbita dos fluxos de capitais, desvinculada dos fundamentos, o comportamento de manada dos investidores estrangeiros, o efeito-contágio – bem como de características regulatórias e/ou institucionais destes países no esquema analítico. A questão que se coloca é se estes novos modelos são capazes de explicar as causas da maior vulnerabilidade dos países emergentes, vis-à-vis os países desenvolvidos, àqueles fatores - que constituem, na realidade, fenômenos característicos da dinâmica de funcionamento do sistema financeiro internacional no contexto atual de globalização financeira – e, assim, às crises financeiras recentes. Nestes modelos, o que tornaria os países emergentes mais vulneráveis às crises financeiras?

No caso do modelo de Dooley (1997), que segue uma abordagem analítica e formal, semelhante a dos modelos de primeira geração, com previsão perfeita e equilíbrio único, as crises continuam sendo o resultado inevitável de um ataque especulativo antecipado contra as reservas do governo, decorrente de uma inconsistência de política interna. A única diferença em relação àqueles modelos é a origem desta inconsistência: nos modelos de primeira geração, as políticas fiscal e monetária expansionista; no modelo de Dooley, a existência de garantias governamentais aos passivos dos residentes, a qual introduziria uma distorção no funcionamento dos mercados e, assim, estimularia o ingresso de capitais insustentável. Assim, este tipo de modelo é vulnerável ao mesmo gênero de crítica já dirigida aos modelos canônicos.

Contudo, como procurou-se mostrar na seção 2, na realidade uma outra categoria de modelo predominou, os modelos com equilíbrio múltiplo, que, em função de suas propriedades (estrutura não-linear e estocástica; tempo discreto; ambiente incerto, já que no âmbito destes modelos incerteza é sinônimo de risco probabilístico) revelaram-se mais adequados para a modelização dos fatos estilizados que têm caracterizado o mercado financeiro internacional nas últimas décadas e, assim, para a análise das crises financeiras recentes dos países “emergentes”.

Nos modelos de crise cambial de segunda geração, apesar do abandono da relação determinística entre desequilíbrios nos fundamentos “estritos” e crises, os ataques especulativos auto-realizáveis somente ocorrem se os fundamentos “ampliados” são frágeis, o que impõe um dilema de política às autoridades monetárias. Assim, países com fundamentos sólidos continuam sendo “invulneráveis” aos ataques especulativos auto-realizáveis e, assim, às crises. Igualmente, estes modelos são incapazes de explicar a recorrência destes ataques (e, assim, das crises), uma vez que não há uma explicação de por que os investidores/especuladores coordenam-se em um ou outro equilíbrio e, assim, ambos tipos de equilíbrio são igualmente prováveis. Como ressalta Jeanne (1996), esta é uma limitação de todos os modelos de equilíbrio múltiplo.

Este limite dos modelos de segunda geração, enfatizado inclusive por economistas do próprio *mainstream* (além de Jeanne, 1996, Krugman, 1996, Masson, 1999 e Marion, 1999) pode ser superado do ponto de vista estritamente formal, pela introdução de uma variável exógena, do tipo “mancha solar” (*sunspot*), a qual teria a função de coordenar as antecipações dos agentes, como sugere Jeanne (1996). Do ponto de vista analítico, dadas as hipóteses de expectativas racionais e informação perfeita, esta variável representaria o comportamento irracional de parcela dos operadores do mercado. Em outras palavras, no âmbito deste modelos, a atividade especulativa estaria associada à ação de “*foolish noise traders*” (nos termos de Stiglitz, 1989).

Esta “lacuna” dos modelos de segunda geração também poderia ser “preenchida” a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita. Como mencionado, Calvo & Mendonza (1997) adotam este tipo de abordagem, ao desenvolverem um modelo segundo o qual o comportamento de manada dos agentes no mercado internacional de *securities* é racional e decorre das imperfeições de informação neste mercado, que aumentaram após a globalização. Assim, a coordenação dos agentes no equilíbrio com ataque seria explicada pela recorrência deste tipo de comportamento. No entanto, depara-se com outra limitação, pois este modelo fornece uma explicação apenas para as mudanças súbitas de expectativas dos agentes que atuam no mercado internacional de *securities* (predominantemente investidores institucionais) e, assim, somente para uma modalidade de crise, aquelas decorrentes do efeito-contágio associado à reversão dos investimentos de portfólio estrangeiro.

Ainda em relação aos modelos de segunda geração, nestes modelos, tanto países

emergentes quando países desenvolvidos seriam da mesma forma vulneráveis aos ataques especulativos auto-realizáveis. Uma análise superficial poderia dizer que a diferença estaria na origem do dilema de política: no caso dos países europeus, o desemprego, a baixa taxa de crescimento e/ou o elevado estoque de dívida pública, e no caso do México - e dos países emergentes em geral - a fragilidade do sistema bancário. Mas esta explicação não se sustenta, pois a crise dos países nórdicos também é explicada pelo dilema entre a manutenção de uma taxa de câmbio fixa e o efeitos que um aumento da taxa de juros teria sobre o sistema bancário fragilizado.

Os modelos recentes de crises bancárias/financeiras nos países “emergentes” procuram preencher esta última lacuna dos modelos de segunda geração, ao enfatizarem quais seriam as especificidades destes países vis-à-vis às “economias maduras”, que os tornariam mais sujeitos às crises financeiras e, especialmente, às “crises gêmeas”. No modelo de Chang & Velasco (1998), esta especificidade seria a predominância dos bancos, decorrente da iliquidez e da falta de transparência (“*shallowness*”) dos mercados de capitais. É exatamente esta predominância que justificaria, segundo estes autores, uma característica central do modelo - a ênfase nos fluxos de capitais intermediados pelo sistema bancário e a exclusão das demais modalidades de financiamento externo (como ações e títulos de dívida) – e que torna possível o surgimento de uma situação de iliquidez internacional do sistema bancário, condição necessária para a eclosão da crise. Então, os países emergentes não seriam vulneráveis à reversão das demais modalidades de fluxos de capitais, como os investimentos de portfólio por parte dos investidores institucionais, agentes centrais no contexto atual de globalização financeira? Vale mencionar que estes atores também ressaltam outra especificidade dos países emergentes: o seu acesso mais limitado ao mercado internacional de capitais, ou seja, a existência de um “*external credit ceilings*”. Contudo, esta hipótese é introduzida de uma forma totalmente *ad hoc*, pois a causa deste acesso limitado não é explicada.

Finalmente, vale mencionar que este modelo, no qual também há possibilidade de equilíbrios múltiplos, enfrenta uma limitação semelhante a dos modelos de segunda geração: não há uma explicação para a mudança do equilíbrio sem fuga para o equilíbrio com fuga (quando a crise eclode). Exatamente em função desta característica, a abordagem de fuga bancária de Diamond & Dybvig, adotada por Chang & Velasco (1998) foi denominada de “*random withdrawal view of bank runs*”,

por Calomiris & Gorton (1991).

IV. Conclusão

Apesar do abandono das hipóteses restritivas dos modelos de primeira geração (com exceção do modelo de Dooley) e da incorporação no esquema analítico de fenômenos característicos da dinâmica de funcionamento do sistema financeiro internacional globalizado, os modelos recentes de crises cambiais e “gêmeas” nos países emergentes são incapazes de explicar as causas da maior vulnerabilidade destes países a estes fenômenos e, assim, às crises financeiras recentes, sem recorrerem a fatores/desequilíbrios internos aos países. Enquanto nos modelos de segunda geração a eclosão das crises continua dependendo, em última instância, dos fundamentos macroeconômicos, agora ampliados, no modelo de Chang e Velasco - que pode ser considerado, parafraseando os próprios autores, o modelo “canônico” de crises gêmeas - a vulnerabilidade a estas crises decorreria de uma característica específica dos mercados “emergentes” vis-à-vis às economias “maduras”: a predominância dos bancos, decorrente da iliquidez e da falta de transparência dos mercados de capitais.

A introdução de características regulatórias e/ou institucionais dos sistemas financeiros dos países em desenvolvimento no modelo - uma das dimensões da “reação teórica” - acaba deslocando o foco da análise, mais uma vez, para as fragilidades ou desequilíbrios internos aos países, os quais são superáveis à medida em que estes adotem os padrões de supervisão bancária, auditoria e *disclosure* vigentes nos países industrializados e atinjam o grau de desenvolvimento financeiro destes países. Ou seja, estas “especificidades” são, na realidade, conjunturais (como os desequilíbrios macroeconômicos) e passíveis de correção a partir de ajustes regulatórios e do aprofundamento financeiro interno. Neste contexto, admite-se a possibilidade de imposição de controles sobre os fluxos de capitais durante o período de transição, que pode ser muito longo.

Assim, por linhas tortas, depara-se com um argumento semelhante ao defendido por McKinnon (1988) na sua autocrítica, que ficou conhecido como o argumento do *sequencing* (ou “teoria da seqüência”), atualmente um consenso no âmbito do *mainstream* e dos organismos multilaterais, qual seja: a convertibilidade das contas de capital (ou seja, a abertura financeira completa), além de constituir a última etapa do processo de liberalização, pode demandar um longo período de tempo para ser implementada, que seja suficiente para que a economia em questão atinja o

aprofundamento financeiro interno e aperfeiçoe sua “infra-estrutura” financeira (mecanismos de supervisão e regulamentação bancária, sistemas jurídicos, de auditoria, padrões de *disclosure*, etc.).

Esta limitação dos novos modelos está associada, por sua vez, à uma segunda fragilidade. Apesar de incorporarem fenômenos característicos da dinâmica atual do sistema financeiro internacional, as novas gerações de modelos são incapazes de apreender a dinâmica de funcionamento deste sistema, subjacente a estes fenômenos e, assim, a estas crises (segundo os próprios modelos). Na realidade, a dinâmica deste sistema está, de forma geral, ausente destes modelos, ou é incorporada de forma parcial e insuficiente (como em Calvo & Mendonza, 1997), deficiência que acaba sendo “resolvida” a partir da introdução de hipóteses *ad hoc* (por exemplo, a existência de “*foolish noise traders*” nos mercados cambiais, ou de “*external credit ceilings*”, como no modelo de Chang & Velasco, 1998).

Mas, uma questão fundamental, a ser explorada num próximo artigo, fica em aberto: os limites desta reação teórica - ou seja, dos novos modelos de crises cambiais, bancárias e gêmeas nos países “emergentes - são “conjunturais” e poderão ser superados após uma nova “onda” de crises, que explicita fatores externos adicionais, mas até então “esquecidos” pelo pensamento convencional? Ou são estruturais, relacionados com os fundamentos teóricos subjacentes?

Referências bibliográficas

- ALVES, Antônio, FERRARI, Fernando & DE PAULA, Luíz (1999) “The Post-keynesian critique of conventional currency crisis models and Davidson’s proposal to reform the international monetary system”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, 22 (2), winter, pp. 207-224.
- AGENOR, Pierre-Richard, BHANDARI, J. S. & FLOOD, R. P. (1992) “Speculative attacks and models of balance of payments crises”, *Staff Papers*, International Monetary Fund, vol. 39 (June), pp. 357-94.
- BERG, Andrew et al. (1999) “Anticipating balance-of-payments crises”, IMF *Occasional Papers* n. 186, International Monetary Fund, Washington.
- BERY, Suman K. & GARCIA, Valeriano (1996) “Preventing banking sector distress and crises in Latin America”, proceedings of a conference held in Washington, D. C., April 15-16, 1996”, *World Bank Discussion Paper 360*, The World Bank, Washington, D. C.
- BURNSIDE, Craig, EICHENBAUM, Martin, REBELO, Sergio (2000). “On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks”, *NBER Working Paper 7554*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- CALOMIRIS, Charles W. & GORTON, Gary (1991) “The origins of bank panics: models, facts and bank regulation”, in HUBBARD, R. G. *Financial markets and*

- financial crises*. Chicago: The University of Chicago Press.
- CALVO, G. A. et al. (1996) "Foreword", *Journal of International Economics*, n. 41.
- _____ (1987) "Balance of payments crises in a cash-in-advance economy", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 19 (February), pp. 19-32.
- CALVO, Guillermo. A. (1997) "Varieties of Capital Market Crises", in CALVO, G. & KING, Mervin (ed) *Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy*. New York: St. Martin's Press.
- CALVO, Guillermo. A. & MENDONZA, Enrique G. (1997) "Rational herding behavior and the globalization of securities markets", *Discussion Paper* n. 120, Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis.
- _____ (1996) "Mexico's balance-of-payments crisis: a chronicle of a death foretold", *Journal of International Economics*, n. 41., pp. 235-264
- CAPRIO Jr., Gerard & KLINGEBIEL, Daniela (1996) "Bank insolvency: bad luck, bad policy, or bad banking?" BRUNO, Michael & PLESKOVIC, Boris, *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, D. C.
- CHANG, R & VELASCO, A (1998a) "Financial Crises in Emerging Markets: a canonical model", *Working Paper* n. 98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, July.
- CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo, & ROUBINI, Nouriel (1998a) "What caused the Asian Currency and financial crisis?", *NBER Working Paper Series*, Working Paper n° 6833, National Bureau of Economic Research, Cambridge, November.
- _____ (1998b) "Paper tigers? A model of the Asian Crisis", *NBER Working Paper Series*, Working Paper n° 6783, National Bureau of Economic Research, Cambridge, November.
- CUNHA, André Moreira (2001) *Crises financeiras: O que há de errado?* (mimeo)
- CUNHA, André Moreira (1999). "Globalização e Instabilidade Financeira: Algumas Implicações Para as Economias Capitalistas Periféricas". *Economia e Tecnologia*, vol. 2, n. 7, julho, p.3-17. Campinas, SP: Editora Modelo.
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela (1999a) "Instabilidade Financeira nos Anos 90: a Reação Conservadora". *Anais da II Jornada de Economia Política do Capitalismo Contemporâneo – XXVII Encontro Nacional de Economia ANPEC*. Belém (PA), 7 a 10 de dezembro.
- CUNHA, André Moreira, PRATES, Daniela Magalhães (1999b) "A Instabilidade Financeira nos Anos 90: Implicações Para as Economias Capitalistas Periféricas". *Anais do IV Encontro Nacional de Economia Política*, Porto Alegre, junho.
- DAVIS, E. P. (1995) *Debt, financial fragility and systemic risk*, Oxford University Press, New York (primeira edição de 1992).
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Ash, DETRAGIACHE, Enrica (1998). *Financial Liberalization and Financial Fragility*. IMF Working Paper, 98/83, June.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & DETRAGIACHE, Enrica (1998) "The determinants of banking crises in Developing and Developed Countries", *IMF Staff Papers*, vol. 45, n. 1, March.
- DEVENOW, Andrea & WELCH, Ivo (1996) "Rational herding in financial economics", *European Economic Review* 40, pp 603-614.
- DIAMOND, Douglas W. (1997) "Liquidity, banks, and Markets", *Journal of Political Economy*, vol. 105, N.5, pp 928-995
- DIAMOND, Douglas W. & DYBVIK, Philip H. (1983) "Bank runs, Deposit

- Insurance, and liquidity”, *Journal of Political Economy*, vol. 1983, n. 31, pp. 401-419.
- DIAZ-ALEJANDRO, Carlos (1985) “Good-bye financial repression, hello financial crash”, *Journal of Development Economics* 19 (1985), pp. 1-24.
- DOOLEY, Michael (1997) “A model of crises in emerging markets”, *NBER Working Paper* 6300, National Bureau of Economic Research, December.
- DOW, Sheila C. (1996) *The methodology of macroeconomic thought, a conceptual analysis of schools of thought in economics*. Cheltenham: Edward Elgar, UK.
- EICHENGREEN, Barry et al. (1998) “Capital Account Liberalization: theoretical and practical aspects”, *IMF Occasional Paper*, n. 172, International Monetary Fund, Washington D. C.
- EICHENGREEN, Barry & ROSE, Andrew K. (1998) “Staying afloat when the wind shifts: external factors and emerging-market banking crises”, *NBER Working Paper* 6370, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge
- EICHENGREEN, Barry & ROSE, Andrew K. & Wyplosz, C (1998) “Contagious currency crises: first tests. *Scandinavian Journal of Economics* 98 (4), pp. 463-484.
- _____ (1995) “Exchange market mayhem: the antecedents and the aftermath of speculative attacks”, *Economic Policy*, vol. 21, pp. 249-296
- FAZZARI, Steven M. (1999) “Minsky and the Mainstream: has recent research rediscovered financial keynesianism?”, *Working Paper* n. 279, Jerome Levy Economics Institute, auguste.
- FERREIRA, Carlos Kawall & FREITAS, Maria Cristina (1995) *Os bancos de desenvolvimento frente ao mercado de capitais e aos novos intermediários financeiros*, Trabalho Vencedor do XVI Concurso Latinoamericano sobre Bancos de Fomento 1994/95 realizado pela ALIDE – Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo.
- FLOOD, Robert & Nancy, MARION (1998) “Perspectives on the recent currency crisis literature”, *NBER Working Paper Series* 6380, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts
- FRANKEL, Jeffrey A. & ROSE, Andrew (1996) “Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment”, *Journal of International Economics*, n. 41., pp. 351-366
- FREITAS, M^a Cristina P. de & PRATES, Daniela M. (2001) “As iniciativas recentes de reestruturação do sistema financeiro internacional e a soberania nacional dos países periféricos”, *Revista de Economia Política*, no prelo.
- GAVIN, Michael & HAUSMANN, Ricardo (1996) “As raíces de las crisis bancarias: contexto macroeconómico”, in HAUSMANN, Ricardo & ROJAS-SUAREZ, Liliana (ed.) *Las crisis bancarias en América Latina*,. Santiago do Chile: Fundo de Cultura Econômica (também publicado como “The Roots of Banking Crises: the macroeconomic context”, *Working Paper* 318, Inter-American Development Bank, January, 1998.
- GOLDJAIN, I. & VALDÉS, R. (1997) “Capital flows and the twin crises: the role of liquidity”, *IMF Working Paper* n.87, International Monetary Fund, Washington D. C.
- GOLDSTEIN, M. & P. TURNER (1996), “Banking Crises in Emerging Economies: origins and Policy Options”, *BIS Economic Papers*, n^o 46, Basle.
- JEANNE, Olivier (1996) “Les modèles de crise de change: un essai de synthèse en relation avec la crise du franc de 1992-93”, *Économie et Prévision*, n. 123-124,

pp. 147-162.

- KAMINSKY, G., LIZONDO, S., REINHART, C. (1998). *Leading Indicators of Currency Crisis*. Washington DC: IMF (mimeo).
- KAMINSKY, G. & REINHART (1995) The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems. *IMF Discussion Papers*, n. 544, March.
- KRUGMAN, Paul. (1998) *What Happened to Asia?* (mimeo)
- _____(1997). *Currency Crises*. Palestra conferida no National Bureau of Economic Research, outubro.
- _____(1996) Are currency-crisis self-fulfilling?, *NBER Macro Annual Conference*.
- _____(1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v.11, n.3, August, p.311-325.
- MASSON, Paul R. (199) "Multiple Equilibria, Contagion and the Emerging Market Crises", *IMF Working Paper* n. 164, Novembre
- MARION, Nancy P. (1999) "Some parallels between currency and banking crises", in ISARD, Peter, RAZIN, Assaf & ROSE, Andrew K. (ed.) *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood*. Norwell, Massachussets: Kluwer Academic Publishers
- MCKINNON, R.I. (1988) *Financial Liberalization and Economic Development*, Internacional Center for Economic Growth.
- MILLER, Victoria (1996) "Speculative currency attacks with endogenously induced commercial bank crises", *Journal of International Money and Finance*, vol.15, n.3, pp. 383-405.
- MISHKIN, Frederic S. (1996) "Understanding financial crises: a developing country perspective", *NBER Working Paper Series*, Working Paper nº 5600, National Bureau of Economic Research, Cambridge, May
- OBSTFELD, Maurice (1996). Models of Currency Crises With Self-Fulfilling Features. *European Economic Review*, n.40, p. 1037-1047.
- _____(1986) "Rational and self-fulfilling balance of payments crises", *American Economic Review*, vol. 76, pp. 72-81.
- PLIHON, Dominique (1999) *Les taux de change*. Paris: La Découverte.
- POSSAS, Mário Luís (1995) "A cheia do 'mainstream': comentários sobre os rumos da Ciência Econômica", *Boletim do IEI*, Rio de Janeiro.
- RADALET, Steven, SACHS, Jeffrey D. (1998). "The Onset of the East Asian Financial Crisis", *NBER Working Paper* 6680. Cambridge, MA: National Bureau os Economic Research.
- ROJAS-SUAREZ, Liliana & WEISBROD, Steven R. (1997) "Las crises bancarias en América Latina: experiencias y temas", in HAUSMANN, Ricardo & ROJAS-SUAREZ, Liliana (ed.), *Las crises bancarias en América Latina*. Santiago do Chile: Fundo de Cultura Econômica.
- ROJAS-SUAREZ, L. & , WEISBROD, S.R. (1995) "Financial fragilities in Latin America: The 1989s and 1990s", *Occasional Paper* n. 132, International Monetary Fund, Washington DC.
- ROJAS-SUÁREZ, Liliana (ed.) (1998) *Como lograr sistemas financieros solidos y seguros en América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C.
- SACHS, Jeffrey, TORNELL, Aarón & VELASCO, Andrés (1996a) "The Mexican peso crisis: sudden death or death foretold?", *Journal of International*

Economics, n. 41., pp. 265-283

_____(1996b) "Financial crises in Emerging Markets: the lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* I, pp. 147-215.

_____(1996c) "The collapse of the Mexican Peso: what we have learned?", *Economic Policy*, vol. 22 (April), pp. 15-63

SCHNEIDER, Martin, TORNELL, Aaron (2000). "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises". *NBER Working Paper* 8060, december. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

UNCTAD (1998) *Trade and Development Report*. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development - United Nations.

VELASCO, Andrés (1987) "Financial Crises and Balance of Payment Crises: a simple model of the southern cone experience", *Journal of Development Economics*, vol. 27 (October), pp.263-83

WYPLOSZ, Charles (1998) "Globalized financial markets and financial crises", *paper presented at the conference on "Coping with financial crises in developing and transition countries*, Amsterdam, March.