

## **Resumo**

O artigo propõe uma interpretação pós-keynesiana para as “crises de liberalização” (crises financeiras que se seguiram às políticas de liberalização) e, em particular, para as “crises gêmeas” (bancária e cambial simultâneas) observadas nos países em desenvolvimento (e somente nestes) nos anos 1990. A análise contrapõe-se à visão hoje dominante, na qual essas crises são atribuídas, basicamente, a desequilíbrios macroeconômicos prévios à liberalização e a falhas de supervisão bancária. Nossa proposição é de que o modo de inserção dos países menos desenvolvidos no cenário financeiro internacional é o fator determinante de suas crises gêmeas, cuja origem, portanto, é cambial. Tal inserção caracteriza-se por duas condições básicas: a posição de tradicionais importadores líquidos de capital e a iliquidez de suas moedas no mercado externo.

## **1. Introdução**

Desde o início dos anos 1980, o “modelo de liberalização financeira” vem orientando amplos programas de reforma do sistema financeiro em diversos países, começando pelos mais desenvolvidos (PD) e estendendo-se, a partir de meados da mesma década, aos menos desenvolvidos (PMD). Tal modelo caracteriza-se pela combinação de duas linhas básicas de política financeira (Carvalho, 1997; Cintra e Freitas, 1998): a) desregulamentação do setor, especialmente dos bancos, expressa na gradual eliminação de controles legais sobre taxas de juros, alocação do crédito e áreas de atuação das instituições financeiras; b) ampliação do grau de abertura financeira, tanto para a captação de recursos externos na forma de empréstimos e investimentos “de portfólio”, quanto para a entrada de instituições estrangeiras nesses mercados.

Os anos 1980-90, de hegemonia do “modelo de liberalização” coincidem com um período de nítido aumento das ocorrências de crises bancárias e cambiais no pós-guerra (IMF, 1998: 77; Unctad, 1998: 53-58). Embora esse fenômeno não possa ser integralmente atribuído à política de liberalização, estudos recentes reconhecem que seus efeitos macroeconômicos e financeiros tiveram uma contribuição decisiva na geração das crises financeiras dos anos 1980-90.<sup>1</sup>

As experiências de liberalização financeira foram, em geral, acompanhadas de três tipos de desdobramentos macroeconômicos, de duração e intensidade variáveis entre os diversos países: a) expansão do crédito (bancário e direto) para o setor privado; b) expansão da atividade econômica, liderada pelos setores mais “crédito-dependentes” (bens de capital e de consumo durável); c) aumento do grau de endividamento interno e externo das empresas financeiras e não-financeiras, bem como das famílias e do setor público, em alguns casos. Apesar das semelhanças quanto à evolução dos indicadores financeiros nos países que adotaram políticas de liberalização, as crises financeiras dos anos 1980-90 tiveram um perfil claramente distinto entre os PD e PMD. No

---

<sup>1</sup> Vide, por exemplo, Goldstein e Turner (1996), Kaminsky e Reinhart (1996), FDIC (1997), Drees e Pazarbasioglu (1998) e Unctad (1998).

primeiro grupo, em geral, ocorreram crises estritamente *bancárias*, de curta duração e/ou sem grande comprometimento da capacidade de crescimento da economia afetada.<sup>2</sup> No segundo grupo, o perfil predominante foi o de crises financeiras mais graves, tanto do ponto de vista micro- quanto macroeconômico. Nesses casos, observou-se uma combinação de crise *bancária e cambial*, caracterizando o que Kaminsky e Reinhart (1996) denominaram de “crises gêmeas”.<sup>3</sup>

A interpretação hoje dominante no meio acadêmico e entre gestores de política econômica aponta três causas fundamentais para as crises financeiras que se seguiram às políticas de liberalização (McKinnon, 1993; Fry, 1995; Kaminsky e Reinhart, 1996): a) falhas na supervisão do sistema bancário, que teriam permitido uma expansão pouco criteriosa do crédito interno e externo (em volume e qualidade do risco); b) erros de gestão da política macroeconômica – excessiva tolerância com relação à inflação, ao déficit público e/ou ao crescimento acelerado, que teria elevado o grau de risco das operações financeiras e as taxas de juros; c) erros de gestão da própria política de liberalização, que deveria respeitar certo seqüenciamento e ser precedida de um ajuste macroeconômico e do reforço dos mecanismos de supervisão bancária.

Nesse enfoque, portanto, as crises financeiras recentes não condenam *o modelo* de liberalização, mas apenas a forma, pouco atenta, como este foi, inicialmente, implementado. A maior gravidade dessas crises nos PMD é atribuída, simplesmente, à menor capacidade (técnica ou política) demonstrada por estes países na gestão macroeconômica e financeira do modelo.<sup>4</sup>

A subjetividade desse argumento é uma de suas graves limitações. Além disso, não se aponta qualquer razão específica para o fato das crises financeiras nos PMD – e somente nesses países – terem um componente cambial. O *overborrowing* externo, que é a condição básica apontada para a ocorrência de uma crise cambial, resultaria das mesmas falhas de gestão econômica e financeira que permitem a expansão excessiva do crédito doméstico. A crise cambial é explicada como mera consequência da gravidade da crise bancária: seus efeitos sobre a situação financeira dos agentes e sobre as expectativas de retorno dos investidores motivam a fuga de capital que desencadeia a crise cambial. Por fim, o fato de que, em sua maioria, as crises gêmeas nos PMD tenham se iniciado como crises cambiais, deflagradas por ataques especulativos, torna essa interpretação contra-factual.

---

<sup>2</sup> Os países nórdicos (Suécia, Finlândia e Noruega) ilustram um caso de crise de curta duração (Drees e Pazarbasioglu, 1998). Os EUA foram um caso de crise bancária longa (estendendo-se até meados da década de 1990), que, no entanto, não chegou a comprometer, de forma decisiva, o crescimento econômico do país, devido à maior importância do mercado de capitais local no financiamento do crescimento (FDIC, 1997 e Hermann, 2002).

<sup>3</sup> Esse grupo de PMD inclui: Argentina, Uruguai e Chile no início dos anos 1980; Filipinas em 1983-85; Turquia, em 1982-83; México e Venezuela em 1994-95; Argentina em 1995 e 2001-02; Uruguai em 1995; Coreia do Sul, Tailândia, Indonésia, Malásia e Filipinas em 1997-98; Equador e Turquia em 2000-01.

<sup>4</sup> Trata-se do mesmo argumento usado pelo *mainstream* para justificar a proposta de regimes monetários de *currency board* ou de banco central independente nos PMD.

As limitações teóricas e empíricas desse enfoque convencional justificam a busca de explicações alternativas. Este artigo apresenta uma interpretação pós-keynesiana para as “crises de liberalização” (termo abreviado para as crises financeiras que se seguiram às políticas de liberalização) e, em particular, para as crises gêmeas observadas nos PMD nos anos 1990. A seção 2 apresenta, sumariamente, o modelo de fragilidade financeira de H. Minsky (1982a), que fundamenta, no plano teórico, a análise desenvolvida no texto. Tal modelo aponta a fragilidade financeira – sintetizada na constante possibilidade de frustração das expectativas de retorno que justificam a emissão e a aquisição de títulos de dívida – como inerente ao modo de operação das economias de mercado. Nesse contexto, as crises financeiras são vistas como mero agravamento dessa condição “natural”. As seções 3 e 4 analisam o processo pelo qual a política liberalização conduz ao aumento do grau de fragilidade financeira da economia e, através deste, às crises de liberalização. A seção 5 apresenta uma interpretação pós-keynesiana para as crises cambiais nos PMD. A seção 6 estende essa discussão para analisar o fenômeno das crises gêmeas nesses países. A seção 7 sumaria as principais conclusões do texto.

## **2. O Modelo de Fragilidade Financeira de Minsky**

Minsky define sua “hipótese de fragilidade financeira” como “a theory of how a capitalist economy *endogenously* generates a financial structure which is susceptible to financial crises, and how the normal functioning of financial markets in the resulting boom economy will trigger a financial crisis.” (Minsky, 1982a: 67-68).

A análise de Minsky tem como ponto de partida a teoria monetária de Keynes, sintetizada na teoria da preferência por liquidez (Keynes, 1985: Cap. 13-17)<sup>5</sup>, e a classificação das economias de mercado modernas, que contam com sistemas financeiros desenvolvidos, como o que denominou “a paper world – a world of commitments to pay cash today and in the future” (Minsky, 1982a: 63). Nesse tipo de organização, a atividade econômica e as relações financeiras que a viabilizam, derivam e dependem, para sua sustentação, de um sistema de confiança. Este envolve, de um lado, as expectativas de renda futura daqueles que assumem dívidas (os investidores finais) e, de outro, as expectativas de retorno-risco daqueles que adquirem os ativos financeiros (poupadores finais e instituições financeiras).

Contudo, as expectativas que motivam a emissão e aquisição de dívidas são *em parte* ancoradas em avaliações objetivas e, em parte, no que Keynes (1985: 117) chamou de “otimismo espontâneo”. Não há, portanto, nas economias de mercado, um indicador seguro do grau de adequação das condições de crédito: uma mesma estrutura de taxas de juros e prazos de pagamento

---

<sup>5</sup> Sobre a escola pós-keynesiana, vide Minsky (1975), Davidson (1978) e Carvalho (1992).

pode ser favorável ou não à determinado projeto de investimento, dependendo das expectativas de receita que o motivam. Essa condição sintetiza a “hipótese de fragilidade financeira” de Minsky, segundo a qual economias de mercado, que operam com sistemas financeiros razoavelmente desenvolvidos, são *inerentemente* frágeis e sujeitas a períodos de instabilidade.

A fragilidade financeira das economias de mercado tem, portanto, uma origem institucional, no próprio grau de desenvolvimento do sistema financeiro, e outra estrutural, na incerteza que caracteriza as relações financeiras nessas economias. Dadas as condições institucionais, o *grau* de fragilidade da economia dependerá, em primeiro lugar, das condições específicas sob as quais se firmam os contratos de dívida. Essas condições incluem não apenas os termos de crédito (custos, prazos e garantias), mas também as expectativas de retorno que justificam o endividamento. Quanto a este aspecto, Minsky (1982a) propõe uma taxonomia dos devedores (investidores), classificando-os em três categorias, que se distinguem quanto à capacidade de pagamento *estimada*. Os do tipo *hedge* esperam cobrir integralmente com recursos próprios os pagamentos devidos a título de juros e amortizações. Os do tipo *especulativo* planejam refinarçar (“rolar”) as primeiras amortizações devidas, pagando, inicialmente, apenas os juros – com o que evitam o crescimento da dívida até que possam liquidá-la. Por fim, os do tipo *Ponzi*, são devedores especulativos que esperam poder refinarçar inclusive os juros nos primeiros vencimentos – ou seja, aceitam o risco de aumentar sua dívida nesse período, com base na expectativa de que serão capazes de liquidá-la depois.

O que distingue as estruturas *hedge*, *especulativa* e *Ponzi* é a distribuição de receitas e despesas esperadas ao longo do prazo de vigência da dívida: nas duas últimas, há uma concentração de vencimentos nos períodos iniciais, que não é acompanhada pela receita. É esse descasamento de prazos entre o ativo e o passivo dos devedores especulativos (incluindo os *Ponzi*) que, segundo Minsky, os coloca em uma posição financeira mais frágil que os devedores *hedge*. Nas dívidas especulativas, além da confirmação das expectativas de renda futura, a capacidade de pagamento do devedor, bem como o alcance dos lucros esperados do investimento, são condicionados pelos termos em que novos créditos serão disponibilizados durante o período “de déficits”.

A partir dessa taxonomia, Minsky sustenta que, quanto maior a proporção de devedores especulativos no mercado, maior será o grau de fragilidade financeira a que se expõe a economia. Considerando que as próprias instituições financeiras, operam de forma especulativa, financiando e refinarçando sucessivamente suas aquisições de ativos com recursos de terceiros, pode-se inferir que quanto maior o peso e o dinamismo do setor financeiro na economia, maior é o seu grau *potencial* de fragilidade financeira – embora seja também maior o seu potencial de crescimento.

Além das estruturas de financiamento, três outros fatores condicionam o grau de fragilidade financeira de uma economia a cada período: seu ritmo de crescimento, o estado da preferência por liquidez e a condução da política monetária. O crescimento contribui para o aumento do

endividamento dos agentes (supondo sistemas financeiros razoavelmente desenvolvidos), que constitui a base para a fragilização financeira. Além disso, como as fases de crescimento econômico se caracterizam por expectativas de retorno mais otimistas, tanto por parte dos investidores, quanto dos bancos credores, o aumento do endividamento que a acompanha tende a se dar em bases mais frágeis no sentido de Minsky (1982a) – isto é, com aumento da participação de operações especulativas.<sup>6</sup> Portanto, em economias que contam com sistemas financeiros razoavelmente desenvolvidos, o crescimento econômico é endogenamente fragilizador:

“Such capitalist economy is unstable due to endogenous forces which reflect financing processes. These processes transform a tranquil and relatively stable system into one in which a continued accelerating expansion of debts, investment, profits, and prices is necessary to prevent a deep depression.” (Minsky, 1982b: 85).

Os outros dois fatores – o estado da preferência por liquidez e a política monetária – são as variáveis que definem as condições de disponibilidade de crédito a cada período. Esses fatores determinam, em última instância, se uma situação de fragilidade, qualquer que seja o “mix” de estruturas hedge, especulativa e Ponzi, se converterá em uma crise financeira.

Um aumento do grau de preferência por liquidez e/ou uma reversão da política monetária a partir de uma fase de crescimento-endividamento são as condições básicas para a conversão de uma situação de fragilidade em crise. Nos dois casos, elevam-se as taxas de juros, retraindo a atividade econômica e dificultando o cumprimento das obrigações financeiras por parte dos devedores. Neste processo, financiamentos originalmente assumidos como hedge tendem a converter-se em especulativos e estes em Ponzi. Eleva-se, assim, a proporção dos dois últimos no mercado e, portanto, a demanda por crédito, ao mesmo tempo em que, face à maior preferência por liquidez ou à restrição monetária, retrai-se a oferta. Este é o cenário que, tipicamente, dá origem a uma crise financeira, isto é, um quadro generalizado de dificuldades de pagamento por parte dos devedores (inclusive bancos), a ponto de provocar a interrupção do fluxo normal de crédito (caracterizando uma crise de crédito, em moeda local e/ou estrangeira) ou, em casos extremos, do próprio sistema de pagamentos (definindo uma crise bancária ou cambial típica).

### **3. Da Liberalização à Fragilização Financeira da Economia**

No enfoque de Minsky, portanto, o grau de fragilidade financeira da economia a cada período é condicionado por quatro fatores: a) o grau de endividamento existente (medido em proporção do PIB, por exemplo); b) o “mix” de estruturas de financiamento que sustentam a

---

<sup>6</sup> A alegada tendência ao aumento da proporção de agentes com posturas especulativas nas fases de crescimento econômico não deve ser confundida com a hipótese de aumento da propensão dos agentes ao risco. Tal hipótese sugere que, diante das mesmas expectativas de retorno, os agentes se disponham a assumir dívidas mais elevadas, a taxas de juros maiores ou a prazos mais curtos. No modelo de Minsky, ao contrário, o que se supõe é que, nas fases de crescimento, os retornos esperados se elevam, justificando, assim, a assunção de novas dívidas – possivelmente, mas não necessariamente, com taxas de juros maiores e prazos menores – para *dado grau* de propensão ao risco.

atividade econômica; c) o ritmo de crescimento da economia; d) o contexto monetário, formado pelo estado da preferência por liquidez e pela política monetária em curso a cada período.

O aprofundamento financeiro e o incremento da taxa de crescimento econômico constituem o objetivo explícito da liberalização. Assim, pode-se afirmar que uma política de liberalização bem sucedida implica a criação (ou reforço) de, pelo menos, duas fontes de fragilização financeira. Quanto ao perfil de endividamento, não se pode afirmar que a política de liberalização *determine* uma deterioração. No entanto, como se argumentará a seguir, é muito provável que ela crie uma *tendência* ao aumento da proporção de dívidas do tipo especulativo no mercado e que, além disso, torne a sustentação de estruturas especulativas mais difícil e arriscada.

Para orientar a análise, a expressão [1] abaixo representa, de forma simplificada, a condição de equilíbrio financeiro (ou de “não-fragilização” adicional) de um devedor especulativo:

$$[1] \quad \sum_{t=(1, m)} \frac{|R_t - D_t|}{(1+r)^t} \leq \sum_{t=(m+1, n)} \frac{|R_t - D_t|}{(1+r)^t} \quad \text{onde:}$$

$R_t$  = receita esperada do investimento a cada período que compõe o prazo da dívida ( $t = 1, 2, \dots, n$ );  $D_t$  = despesas decorrentes da dívida, a cada período  $t$ :  $D_t = A_t + J_t$ , onde:  $A_t$  = amortizações devidas;  $J_t$  = despesas com juros;  $r$  = taxa de juros utilizada como taxa de desconto das receitas e despesas esperadas (proxy da taxa de juros esperada para o período  $(1, n)$ );  $[1, m]$  = período inicial do contrato (portanto,  $m < n$ ), no qual  $R_t < D_t$  (período de déficits);  $[m+1, n]$  = período de superávits.

A condição [1] indica que o equilíbrio financeiro de um devedor especulativo requer que a soma dos superávits futuros seja igual ou maior a dos déficits de curto prazo (ambos em valor presente). A igualdade é suficiente para garantir a capacidade de pagamento do devedor, embora não o seja para gerar o lucro esperado da operação. A partir de [1], pode-se identificar quatro fontes de fragilização do agente especulativo: a) aumento dos déficits ( $R_t - D_t$ ) no período  $[1, m]$ ; b) redução dos superávits ( $R_t - D_t$ ) no período  $[m+1, n]$ ; c) extensão do período de déficits, ou seja, aumento do termo  $m$ , independentemente do que isto signifique para o prazo final da dívida,  $n$ ; <sup>7</sup> d) aumento da taxa de juros  $r$ , utilizada como taxa de desconto dos saldos (déficits e superávits) esperados. Vejamos como a política de liberalização financeira pode afetar estas variáveis.

A liberalização amplia a dimensão do mercado bancário, antes restringido a um escopo menor de ativos e fontes de captação e sujeito a uma curva de rendimentos limitada por taxas de juros de curto e longo prazo inferiores aos tetos estabelecidos. Em primeiro lugar, cabe lembrar que

<sup>7</sup> Nos casos em que o aumento em  $m$  é acompanhado de redução ou estabilidade de  $n$ , a fragilização é evidente. Ainda que o aumento em  $m$  seja acompanhado de aumento em  $n$ , isto é, de um alongamento do prazo da dívida, o grau de fragilidade aumenta porque o fator determinante da fragilização é o montante de obrigações financeiras a descoberto, cuja liquidação depende do acesso a novos créditos. A única exceção aqui ocorre diante de um acordo de renegociação da dívida, no qual o credor aceita um prazo de carência para o reinício dos pagamentos. Este, porém, não deixa de ser um caso de fragilização, porque a renegociação só ocorre depois de consumada a incapacidade de pagamento por parte do devedor. De modo geral, o aumento paralelo de  $n$  pode favorecer apenas indiretamente a situação financeira do devedor, na medida em que isto implique uma melhora em sua avaliação de risco pelo mercado. Nesta hipótese (e somente nesta), o acesso a novos créditos poderá ser facilitado.

a forma típica de operação dos bancos embute um certo grau de fragilidade “minskyana”, porque estes operam com posturas especulativas. Portanto, a simples expansão da atividade bancária já implica um aumento do estoque de dívidas especulativas no mercado e, conseqüentemente, do grau de fragilidade financeira a que se expõe a economia.

Em segundo lugar, a ampliação das possibilidades de negócios estimula a concorrência, induzindo os bancos a disputarem as novas fontes de recursos e os novos mercados, a taxas de juros isentas dos antigos tetos. Neste processo, os bancos elevam seu grau de endividamento junto ao público e a outros bancos para financiar a expansão, ou mesmo a simples manutenção, de *market share*. Com isto, eleva-se a parte do passivo bancário (PA) que gera obrigações financeiras para o banco e a parte remunerada do ativo (AT). A expansão de PA e AT induzida pela liberalização eleva  $D_t$  e  $R_t$ . Embora nada se possa afirmar quanto aos efeitos dessas mudanças sobre os saldos ( $R_t - D_t$ ) ao longo do período  $[1, n]$ , é certo que o aumento de  $D_t$  torna os bancos mais dependentes da confirmação das expectativas incertas com relação a  $R_t$ , para que se cumpra a condição de equilíbrio [1]. Isto, por si só, já implica um aumento do grau de fragilidade financeira dos bancos.

Além disso, desde que existam tomadores de crédito para prazos mais longos, às taxas de juros livremente fixadas pelo mercado, a expansão da atividade bancária será acompanhada da “abertura” da curva de rendimentos, isto é, do alargamento da distância entre as taxas de curto e de longo prazo com que operam os bancos. Como, tipicamente, o prazo médio do ativo é superior ao do passivo bancário, este alargamento corresponde a uma margem maior de descasamento de prazos e, portanto, a um aumento da fragilidade financeira dos bancos e da economia em seu conjunto. Na expressão [1], isto significaria um aumento do termo  $m$  e, provavelmente, do valor monetário total envolvido, já que o déficit a ser coberto por futuros superávits é dado pela soma dos déficits esperados para o período  $[1, m]$ .

Essa tendência à fragilização bancária é ainda reforçada pela mudança nas estruturas ativa e passiva dos bancos, que se diversificam após a liberalização. A diversificação reduz o risco assistemático, mas há razões para se esperar um aumento dos riscos (sistemáticos) de crédito, de liquidez e de juros a que se expõe o sistema bancário.

Do lado do ativo, a expansão dos negócios não se dá apenas pelo aumento do crédito a clientes e setores já conhecidos dos bancos. A expansão que se segue à liberalização se dá, principalmente, através de operações com *novos mercados* e *novos instrumentos* de dívida. Assim, o aumento da oferta de crédito tende a ser acompanhado de alguma deterioração da qualidade do ativo, refletindo o maior risco de crédito associado à inexperiência dos bancos na administração dos *novos riscos* que passam a assumir (Demigurç-Kunt e Detragiache, 1998: 7-8). Nessas condições, a aposta na confirmação da condição [1] torna-se ainda mais arriscada do que, provavelmente, o seria sob as antigas regras de operação do sistema financeiro.

Do lado do passivo, a possibilidade de captação de fundos através da emissão de variados tipos de títulos de dívida nos mercados doméstico e externo, reduz o peso relativo dos depósitos e eleva a participação de dívidas por emissão de títulos e/ou por empréstimos. Como essas fontes são, em regra, mais instáveis que os depósitos em termos de disponibilidade e custos, essa mudança eleva os riscos de liquidez e de juros para os bancos. Em [1], isto pode significar um aumento inesperado de  $D_t$  no período  $[1,m]$  e/ou da taxa de juros a ser paga para manter o nível de captações.

O aumento do risco de liquidez pode ser compensado, do lado do ativo, por um aumento das reservas livres ou do grau de liquidez de outros itens. A primeira hipótese deve ser descartada, porque, como se sabe, a redução do coeficiente de reservas compulsórias é parte integrante da política de liberalização financeira e não é razoável esperar um aumento das reservas voluntárias em um ambiente de expansão dos negócios. Quanto ao grau de liquidez do ativo, é possível que este seja favorecido pelo aumento da participação dos títulos em sua composição, em detrimento dos empréstimos tradicionais – ou seja, pela tendência à securitização. Para um banco individual, isto pode ser, de fato, uma solução, já que, diante de um aumento imprevisto em  $D_t$ , a possibilidade de rápida conversão de parte desses títulos em moeda pode evitar a iliquidez. Para o conjunto do sistema bancário, no entanto, a tentativa de redução dos estoques de títulos para cobrir eventuais déficits de liquidez desencadearia o clássico processo de deflação de débitos descrito por I. Fisher (1933). Em outros termos, para o *mercado* bancário, um aumento inesperado em  $D_t$  reflete um aumento da preferência por liquidez do público. Como salientou Keynes (1985: Cap. 13), esse aumento não pode ser satisfeito pela simples monetização de ativos já existentes, porque tal operação não é capaz de *criar* liquidez adicional para o mercado, mas apenas de trocá-la de mãos. Neste processo, o preço dos ativos se reduz, a taxa de juros se eleva e “salvam-se” da iliquidez apenas os primeiros vendedores da “fila”.

A queda dos preços dos ativos dificulta diretamente a cobertura dos déficits ( $D_t - R_t$ ). Além disso, independentemente do surgimento de uma crise de liquidez no mercado, os juros tendem a se elevar tão logo a política de liberalização elimine os tetos antes existentes. Esse aumento é duplamente fragilizador para os bancos. Em primeiro lugar, lembrando que  $D_t = A_t + J_t$  e que, como agentes especulativos, bancos refinanciam  $A_t$ , total ou parcialmente, durante o período  $[1,m]$ , um aumento em  $r$  implicará despesas  $J_t$  e  $D_t$  maiores em períodos futuros. Dependendo do prazo com que a nova dívida for contratada, este aumento pode ocorrer ainda no período  $[1,m]$  e/ou em  $[m+1,n]$ . Como bancos, tipicamente, operam com passivos de curto prazo, é razoável supor que o aumento de  $D_t$  ocorra já em  $[1,m]$ , podendo se estender até o período de superávits ( $t > m$ ), caso a elevação dos juros seja duradoura. As receitas  $R_t$  podem também ser favorecidas, à medida que parte do ativo seja renovada às novas taxas. Sendo, porém, o prazo médio do ativo normalmente



maior que o do passivo do sistema bancário, pode-se esperar que, pelo menos no período  $[1, m]$ , o impacto do aumento da taxa de juros se dê mais intensamente sobre  $D_t$  que sobre  $R_t$ .

Em segundo lugar, ainda que receitas e despesas se elevem proporcionalmente, mantendo inalterados os saldos  $(R_t - D_t)$  para todo o período  $[1, n]$ , o aumento em  $r$  afetará a condição de solvência dos devedores especulativos, através do valor presente das parcelas de déficits e superávits esperados. De [1], tem-se:

$$[2] \quad \frac{\partial}{\partial r} \frac{|R_t - D_t|}{(1+r)^t} = \frac{-t \cdot |R_t - D_t|}{(1+r)^{t+1}} = \frac{-t}{(1+r)} \cdot \frac{|R_t - D_t|}{(1+r)^t}$$

A expressão [2] mostra que o valor presente dos saldos (*em módulo*) esperados para cada período  $t$  é negativamente afetado pelo aumento da taxa de juros. Isto, em princípio, beneficia a condição de solvência do devedor, porque reduz o valor presente da dívida. No entanto, a *taxa de redução* do valor presente de cada parcela de déficit ou superávit, dada por  $t/(1+r)$ , é diretamente proporcional à  $t$ , isto é, à posição do saldo esperado dentro do prazo total da dívida. Sendo, por definição (para dívidas especulativas), os períodos de superávit posteriores aos de déficit, um aumento em  $r$  reduz proporcionalmente mais os superávits que os déficits esperados.

Além da expansão e diversificação de AT e PA, vale notar que grande parte da diversificação da atividade bancária que se seguiu à liberalização financeira tem se dado através de operações “fora do balanço” (embora este processo tenha se iniciado antes da liberalização). Estas assumem, basicamente, duas formas: a) operações de securitização de dívidas, nas quais os bancos atuam como organizadores e corretores, remunerando este serviço com a cobrança de comissões; b) operações em mercados futuros. Estas últimas podem também assumir duas formas: i) “operações de hedge” (que não devem ser confundidas com as “dívidas hedge” do modelo de Minsky), nas quais os bancos usam instrumentos derivativos para administrar os riscos que incorrem no balanço; ii) “operações especulativas” (que também não se confundem com as “dívidas especulativas” de Minsky), nas quais os derivativos são usados apenas como um meio alternativo de obtenção de ganhos de capital no mercado.

Embora a securitização e os derivativos representem um avanço dos sistemas financeiros modernos na tarefa de administração dos riscos a que se expõem os investidores e poupadores finais, bem como as próprias instituições financeiras envolvidas, o resultado líquido destas inovações sobre o risco *sistêmico* do mercado não é, ainda, muito claro. A securitização de dívidas, de fato, reduz o risco de crédito para o lado credor da operação, na medida em que lhe permite reparti-lo com os demais participantes do mercado de capitais. Ainda assim, essa redução do risco de crédito é, em parte, compensada pelo aumento do risco de mercado e de juros para o credor e todos os demais investidores.

Quanto aos derivativos, mesmo aqueles desenhados como instrumentos de hedge, não têm a capacidade de reduzir efetivamente o grau de risco a que se expõe o lado credor, mas apenas criam uma oportunidade de compensar possíveis perdas *previstas* com ganhos em outra operação. Os riscos de crédito, de juros, de câmbio, de mercado e de liquidez continuam dependendo, respectivamente: da capacidade de pagamento do devedor; da evolução da liquidez disponível – e, portanto, da política monetária e da preferência por liquidez do mercado; da evolução da oferta e demanda de divisas, bem como da política cambial do governo; da evolução do mercado de capitais; e da combinação de todos os fatores anteriores com a estrutura de prazos (do ativo, do passivo e das operações “fora do balanço”) com que opera o banco. A única forma de reduzir estes riscos é melhorar a capacidade de *previsão* dos agentes sobre os eventos relevantes. Além de algum conhecimento acumulado e de tecnologia, essa capacidade de previsão depende de fatores totalmente fora do controle de qualquer agente privado ou público: os eventos futuros capazes de afetar os diversos mercados. Essa condição justifica a tese de Keynes de que a incerteza sobre o futuro e o “animal spirits” são os condicionantes fundamentais do mercado de ativos.

Os negócios com derivativos também dependem de previsões e, portanto, da combinação de técnica e estado de confiança. Mesmo com toda a evolução da tecnologia da informação e dos modelos estatísticos de previsão, não há qualquer razão plausível para se esperar que a incerteza sobre o futuro seja menor ou o estado de confiança dos agentes seja mais previsível do que sempre foram. Os derivativos, portanto, têm um efeito ambíguo no mercado: assim como podem reduzir as perdas decorrentes de eventos *previstos*, podem também ampliá-las diante da ocorrência de eventos *imprevistos*, na medida em que ampliam a rede de conexões financeiras entre os diversos agentes e mercados.<sup>8</sup> Além disso, como observa Kregel (1998), muitos instrumentos derivativos tem a capacidade de “ocultar” os riscos da operação, não só pela sua complexidade (cujas compreensões não é acessível para todos os investidores, mesmo os profissionais), mas também porque muitos são desenhados exatamente com este intuito. Pela repartição ou ocultação do risco, obtém-se o que, no jargão financeiro, chama-se “credit enhancement”. A vantagem disto é a redução do custo do capital para os tomadores de crédito; a desvantagem é o risco moral que essa ocultação pode implicar, além do aumento efetivo do grau de exposição do mercado a riscos, já que muitos investidores acabam assumindo riscos elevados sem o saber.

Quanto ao setor não-financeiro, a ampliação da oferta de crédito por parte dos bancos tende a estimular a concorrência entre os tomadores de crédito (investidores no mercado de bens), tornando-os mais propensos a assumirem estruturas de dívida especulativas. Isto não se deve, necessariamente, a um aumento da propensão a risco por parte das firmas, mas sim ao custo de

---

<sup>8</sup> Kregel (1998) demonstra como esta face perversa dos derivativos pode explicar, senão a deflagração, com certeza a extensão e gravidade que assumiu a crise financeira dos “tigres asiáticos” em 1997-98.

oportunidade de se assumir uma estrutura de endividamento hedge, em um mercado competitivo. A estrutura hedge envolve uma expectativa de superávit financeiro ao longo de todo o período de duração da dívida. Isto significa que, dados o capital próprio da firma (KF) e suas expectativas de receita ( $R_t$ ), um financiamento do tipo hedge requer que o nível de investimento (I), o montante da dívida a ser contratada (E) e a distribuição de seus encargos ( $D_t = A_t + J_t$ ), sejam tais que:

$$[3] \quad I = KF + E, \text{ onde: } E = \sum_{t=(1,n)} A_t \mid A_t + J_t < R_t, \quad \forall t.$$

Dados  $R_t$  e a taxa de juros do mercado, o planejamento de uma estrutura de dívida hedge determina um limite ao endividamento E; dado KF, isto limita a capacidade de investimento da firma. Admitindo-se que esta opere em um mercado razoavelmente competitivo, o não aproveitamento da oferta de crédito ampliada pelos bancos pode significar um elevado custo de oportunidade, associado à possível perda de *market share*. Isto só não ocorrerá na hipótese de que *todas* as demais firmas competidoras tenham também preferência por estruturas de endividamento hedge, o que, obviamente, não é garantido.

Como o aumento do ativo bancário e do endividamento em geral está financiando a expansão da atividade econômica, a maior fragilidade financeira daí decorrente é, em parte, compensada pelo crescimento subsequente da renda agregada. O aumento da renda sustenta a capacidade de pagamento daqueles que assumiram novas dívidas, garantindo o retorno dos empréstimos concedidos pelos bancos. O passivo bancário é também favorecido, porque a renda ampliada eleva a poupança agregada e, assim, melhora as condições de captação dos bancos. Contudo, se a política de liberalização for bem sucedida em seu objetivo de desenvolvimento financeiro, ela resultará não apenas no aumento do ativo bancário, mas também das relações AT/PIB e crédito/PIB – como de fato ocorreu na maioria dos países. Ou seja, o aprofundamento financeiro permite que o endividamento cresça à frente da renda agregada, em nome de expectativas de uma renda futura maior. Contudo, a melhora da capacidade de pagamento dos devedores, bem como das condições de captação de fundos pelos bancos é uma *aposta*, que pode se confirmar ou não. Assim, a expansão da atividade bancária que se segue à liberalização financeira implica um aumento do peso relativo dos agentes especulativos no mercado, sem, no entanto, garantir o “crédito” futuro que sustentará a capacidade de pagamento desses agentes.

Convém ressaltar, por fim, que a tendência à fragilização financeira associada à política de liberalização não pode ser atribuída à uma fase de transição ou de adaptação da economia (e do sistema bancário, em particular) às novas regras de operação do mercado. Entre os “fatos geradores” desse processo, aqui mencionados, apenas dois podem ser vistos como transitórios: a) as operações com novos instrumentos e novos mercados, que deixam de ser novos à medida que os bancos vão adquirindo experiência nestas áreas; b) o aumento generalizado das taxas de juros, típico do início do processo de liberalização. Estes, porém, não são os fatores decisivos do processo

de fragilização financeira que se segue à liberalização no enfoque pós-keynesiano aqui adotado. Neste, a fragilização decorre, essencialmente, do aumento da proporção de agentes com estruturas de dívida especulativa no mercado. Essas condições podem ser agravadas por aqueles dois fatores transitórios, mas sua origem está nos efeitos duradouros da política de liberalização, quais sejam: a) o aumento da dimensão e do grau de concorrência do mercado; b) o aprofundamento financeiro da economia, refletido no aumento das relações AT/PIB e PA/PIB; c) o alargamento da amplitude da curva de rendimentos com que operam os bancos; d) o aumento do grau de liquidez do ativo e do passivo dos bancos (que aumenta a incerteza do mercado), por conta da securitização.

Assim, ao contrário do que supõem McKinnon (1993) e os demais defensores do modelo de liberalização, a fragilização financeira – ou a propensão a crises financeiras, nos termos destes autores – não pode ser atribuída apenas a desequilíbrios macroeconômicos *prévios* à liberalização ou a um problema de seqüenciamento da política financeira. A política econômica e a seqüência das medidas são, sem dúvida, influências importantes no comportamento da economia durante o período de transição para o novo modelo. Contudo, uma vez estabelecida a nova regulamentação, eleva-se a fragilidade financeira da economia, ainda que a “ordem da liberalização” tenha sido adequadamente seguida e que os fundamentos macroeconômicos tenham sido mantidos em equilíbrio. As experiências dos EUA e da Coréia do Sul são contundentes a este respeito. No caso americano, a liberalização financeira foi extremamente lenta, a economia não sofreu desequilíbrios macroeconômicos importantes no início ou durante o processo e, apesar dessas condições favoráveis, o país não escapou de uma grave crise bancária.<sup>9</sup> A Coréia, da mesma forma, adotou um modelo de liberalização gradual, manteve políticas macroeconômicas “saudáveis” (de baixa inflação e ausência de déficits públicos), mas não pôde evitar uma grave crise bancária e cambial pouco tempo depois de completada a reforma liberalizante.<sup>10</sup> Isto demonstra que a explicação para as crises de liberalização deve ser buscada em outros fatores, não apontados na visão convencional.

#### **4. Da Fragilização Financeira à Crise Bancária**

A partir da análise desenvolvida na seção anterior, podemos interpretar as crises bancárias pós-liberalização como a agudização de um processo de fragilização financeira, desencadeado (ou agravado) pela própria política de liberalização. Estabelecido o novo *modus operandi* do mercado, a evolução da economia para uma situação de crise bancária ou sua permanência em um “estado de fragilidade” passa a depender das condições macroeconômicas e financeiras que acompanham o processo de liberalização, mas não exatamente daquelas privilegiadas na visão convencional. Mais

---

<sup>9</sup> Sobre a experiência de liberalização financeira nos EUA vide Cargill (1983: Ch. 10); Berger, Kashyap e Scalise (1995) e FDIC (1997).

<sup>10</sup> Sobre a liberalização na Coréia vide World Bank (1989); Tseng e Corker (1991) e Mathieson e Rojas-Suárez (1993).

que os indicadores de inflação, déficit público e déficit externo, importam: a) o ritmo de crescimento econômico que se segue à liberalização; b) o grau prévio (ou inicial) de fragilidade do sistema financeiro local; c) o estado da preferência por liquidez a partir da implementação da nova política. O primeiro representa um indicador do grau de fragilização financeira da economia no imediato pós-liberalização. Os dois últimos têm um papel mais decisivo, definindo a resistência da economia a este processo inicial de fragilização.

A fragilização financeira não é uma peculiaridade do crescimento econômico pós-liberalização. Como já observamos, a partir de um grau razoável de desenvolvimento do sistema financeiro, as fases de expansão econômica conduzem, normalmente, à fragilização financeira. A política de liberalização, contudo, reforça essa tendência, pelas razões já apontadas. Quanto mais acelerado o crescimento pós-liberalização, maior será o grau de endividamento da economia e dos bancos e, portanto, maior será o grau de exposição do sistema bancário aos riscos de um mercado liberalizado. A partir dessa condição, uma crise bancária pode ser desencadeada por uma reversão das expectativas otimistas que justificaram o aumento do endividamento. Esta, por sua vez, pode ser ancorada em indicadores econômicos objetivos, como no enfoque convencional; em uma restrição fiscal e/ou monetária imposta pelo governo, que é a via enfatizada por Minsky (1982a); ou, simplesmente, no “pessimismo espontâneo” a que se refere Keynes (1985). Ainda assim, o que definirá a resistência do sistema bancário a tal “choque” são os dois outros fatores mencionados.

O estado de fragilidade (ou solidez) dos bancos no início do programa de liberalização define a resistência dessas instituições ao aumento da concorrência e da própria fragilidade financeira, que acompanham a primeira fase da liberalização, especialmente quando esta é seguida de forte crescimento econômico. As experiências da Argentina, nos anos 1990, e dos EUA, na década de 1980, ilustram este ponto: apesar das profundas diferenças entre os dois processos de liberalização, ambos resultaram em crises bancárias, tendo em comum o fato de iniciarem a reforma financeira com sistemas bancários previamente fragilizados: no caso da Argentina, devido ao grave processo inflacionário dos anos 1980 e, nos EUA, devido à combinação de inflação e “repressão financeira” (tetos de juros, por exemplo) na década de 1970. Do lado oposto, a Alemanha e o Brasil nos anos 1990, ilustram dois casos de liberalização sem crise bancária, que pode ser creditada à solidez do sistema financeiro local desde o início deste processo.<sup>11</sup>

O comportamento da preferência por liquidez, por fim, permeia os dois outros condicionantes da evolução da economia pós-liberalização, atuando como agravante ou atenuante de uma eventual tendência à crise financeira e, principalmente, como agravante da própria crise, depois de iniciada. A experiência americana, mais uma vez, é útil para ilustrar o argumento. Neste

---

<sup>11</sup> Sobre essas experiências de liberalização, vide: Hermann (2001), para Argentina; World Bank (1989) e Nassuno (1998), para Alemanha; Hermann (2002), para o Brasil e as referências antes mencionadas, para EUA.

caso, apesar da gravidade e longa duração da crise bancária pós-liberalização, seus efeitos reais foram, em grande parte, contidos pelo paralelo desenvolvimento de inovações financeiras, que permitiram a manutenção de uma tendência de crescimento positiva ao longo dos anos 1980. Tais inovações foram viabilizadas pela migração da demanda por títulos, do mercado bancário para o mercado de capitais. Isto demonstra que, mesmo diante das dificuldades dos bancos, não houve uma perda significativa da confiança do público na *moeda local* e nas instituições financeiras *em geral* – o que teria resultado em aumento generalizado da preferência por liquidez, inviabilizando a criação e expansão do uso de novos instrumentos financeiros. O Japão ilustra a situação oposta, na qual os problemas bancários dos anos 1980 foram seguidos de aumento generalizado da preferência por liquidez.<sup>12</sup> Este comportamento explica o agravamento e prolongamento da crise bancária no país, que chegou a ser caracterizado como um caso de “armadilha da liquidez” (Krugman, 1998b).

Os PMD constituem um exemplo semelhante ao japonês, no que tange ao comportamento adverso da preferência por liquidez diante do surgimento de desequilíbrios financeiros ou macroeconômicos. Nos PMD, contudo, o cenário propício às crises financeiras, em geral, agravou-se mais rapidamente do que no Japão, porque, nestes países, a preferência por liquidez tende a manifestar-se tanto no mercado monetário doméstico – sob a forma de retração do crédito e aumento dos juros – quanto no mercado cambial – sob a forma de pressões para desvalorização da taxa de câmbio. Isto explica que, na grande maioria dos PMD, as crises de liberalização tenham começado pelo mercado cambial e assumido a forma de “crises gêmeas”. Esta questão é explorada na seção seguinte.

## 5. Preferência por Liquidez e Crises Cambiais nos PMD

Mais que a trajetória de países específicos após a liberalização (que depende também dos outros fatores mencionados), o comportamento da preferência por liquidez permite compreender grande parte das diferenças quanto à gravidade das crises de liberalização nos PD e PMD, bem como o componente cambial destas crises, exclusivo dos PMD.

O ponto de partida dessa análise é a observação de que, em economias abertas, um aumento da preferência por liquidez pode manifestar-se não só através do aumento da demanda do público e instituições financeiras pela *moeda nacional* – que se expressa pelo aumento dos juros e pelo racionamento do crédito – mas também através do aumento da demanda por *divisas em “moeda forte”*. Esta segunda via torna-se particularmente importante em países que operam sob as seguintes condições: a) recente experiência de inflação; b) sistemas financeiros precariamente desenvolvidos, isto é, pouco diversificados quanto aos instrumentos financeiros e carentes de “redes de proteção”;

---

<sup>12</sup> Sobre a experiência de liberalização no Japão vide Levi (1998).

b) significativa dependência de capital externo, mantendo a demanda por divisas permanentemente elevada. Essas eram as características da grande maioria dos PMD quando iniciaram políticas de liberalização financeira. Nesses casos, a moeda local se caracteriza por baixa ou nula liquidez no mercado internacional, o que reforça sua tendência à instabilidade no mercado doméstico.

Nos PMD que sofreram crises bancárias e cambiais simultâneas após a liberalização, apesar de sua heterogeneidade com relação às estruturas produtivas e à condução da política macroeconômica e financeira, quatro fatores comuns podem ser observados: a) vigoroso crescimento econômico, sustentado pelo aumento do endividamento de empresas e bancos; b) sistemas financeiros previamente fragilizados; c) a posição de importadores líquidos de capital no mercado internacional; d) o modo como implementaram as medidas de liberalização da conta de capital: em prazos relativamente curtos (cerca de dois ou três anos) e de forma abrangente, envolvendo investimentos de curto e de longo prazo.

Os dois primeiros fatores já foram analisados e constituem as condições básicas para a ocorrência de crises *bancárias* pós-liberalização, inclusive nos PD. Os dois últimos são peculiares aos PMD e explicam o componente cambial das crises de liberalização nestes países. O fato de que o Chile, a Coréia e o Brasil não tenham sido capazes de evitar uma crise cambial nos anos 1990, apesar do ritmo lento da liberalização e de um seqüenciamento “correto” da abertura financeira,<sup>13</sup> sugere que a iliquidez internacional da moeda – condição comum aos três países – pode ser decisiva para a configuração de um quadro propício à crises cambiais nos PMD. A condição de “paridade descoberta” da taxa de juros no mercado internacional é útil para a compreensão deste ponto:

$$[4] \quad r = \theta_X + \tau + \beta_P, \text{ onde:}$$

$r$  = taxa nominal de juros;  $\theta_X$  = taxa de juros real básica para o investidor estrangeiro em seu país de origem;  $\tau$  = custo de transação do investimento externo;  $\beta_P$  = taxa de “risco-país”;  $\tau$  = custo de transação do investimento externo;  $\beta_P$  = risco-país.

A liberalização financeira, especialmente se acompanhada de uma política de estabilização de preços, como ocorreu na maioria dos PMD, tende a melhorar as expectativas dos investidores externos, reduzindo  $\beta_P$ . Paralelamente, a liberalização tende a reduzir  $\tau$  e a elevar  $r$ . Em conjunto, essas duas tendências tornam  $r > \theta_X + \tau + \beta_P$  nos primeiros anos da liberalização, estimulando a preferência dos agentes domésticos pelo endividamento externo, bem como o interesse dos investidores estrangeiros em atender a esta demanda. A queda de  $\theta_X$  na primeira metade da década de 1990 deu um impulso adicional a essa tendência. A abertura da conta de capital permite que tais

---

<sup>13</sup> A seqüência correta da abertura financeira é, basicamente, a seguinte: 1º) desregulamentação do sistema financeiro doméstico e abertura comercial; 2º) abertura aos investimentos diretos, empréstimos bancários de médio e longo prazo; 3º) liberação dos fluxos de capital de curto prazo, incluindo investimentos em portfólio. A Coréia seguiu de perto esta seqüência. O Chile e o Brasil liberaram os fluxos de capital de curto prazo logo no início do processo de liberalização, mas o fizeram apenas parcialmente, mantendo em vigor alguns instrumentos de controle – recolhimentos compulsórios temporários (“quarentena”), no caso do Chile, e impostos (IOF) e segmentação do mercado (os “Anexos” à Resolução 1289 do Banco Central), no caso do Brasil. Vide World Bank (1989), Jonhston et alli (1997) e Hermann (2002).

preferências e interesses se materializem em efetivo aumento da dívida externa privada e este é tanto maior quanto mais rápida e ampla é a abertura financeira. Nessas condições, a liberalização nos PMD é, normalmente, acompanhada de aumento da fragilidade externa.

A tradição de iliquidez relativa das moedas desses países ( $\$_{PMD}$ ) no mercado internacional e, paradoxalmente, a adoção de planos de estabilização monetária concomitante à liberalização financeira reforçam a tendência à fragilização externa. A estabilização de preços simultânea à liberalização é apontada por McKinnon (1993) como um verdadeiro antídoto contra as crises de liberalização, porque, desde que a estabilização seja crível, evita o aumento de  $\beta_P$ . Nesta análise ignora-se, porém, que, a despeito deste efeito positivo para a estabilidade econômica, a estabilização de preços pode também ter efeitos danosos a curto prazo. Como observa Carvalho (1998), o simples ajuste do sistema financeiro à estabilização de preços é, em si, uma fonte de fragilização para os bancos, que têm de se adaptar à perda do imposto inflacionário. Além disso, a própria inflação, em muitos casos, se encarrega de fragilizar os bancos – como ocorreu na Argentina. Assim, a simultaneidade (ou quase) da estabilização de preços e da liberalização financeira faz com que o país inicie este processo sob condições duplamente desfavoráveis: a) com suas instituições financeiras fragilizadas, que terão dificuldades de suportar um aumento da concorrência, especialmente frente a bancos estrangeiros, egressos de economias mais estáveis (como os PD); b) ainda com alguma “memória inflacionária” e, portanto, com uma pesada herança de “moeda fraca”, que mantém a preferência por liquidez do mercado virtualmente alta nos primeiros anos da liberalização.

Assim, se o objetivo é evitar um aumento de  $\beta_P$  ou sua manutenção em níveis elevados, a estabilização de preços deve vir *bem antes* da liberalização e, especialmente, da ampla abertura financeira. O prazo adequado de anterioridade varia de acordo com a história monetária de cada país e define-se pelo tempo necessário à consolidação da estabilidade dos preços e da taxa de câmbio, cujos principais indicadores são, respectivamente: a) a aproximação aos níveis de inflação dos PD, aliada a um alto grau de convergência entre os preços de *tradables* e *non-tradables*; b) a ausência de déficits sistemáticos na conta corrente do balanço de pagamentos.

Antes que uma posição mais segura seja alcançada, a condição de elevada preferência por liquidez reflete-se, em primeiro lugar, no prêmio de risco atribuído aos ativos do PMD em questão ( $\beta_{PMD}$ ), que torna-se sistematicamente maior que o embutido nas taxas de retorno exigidas nos PD ( $\beta_{PD}$ ). Admitindo-se taxas de juros básicas ( $\theta_X$ ) semelhantes para os dois grupos de países, a condição  $\beta_{PMD} > \beta_{PD}$  implica que o equilíbrio do “mercado global”, que reúne ativos dos PD e PMD, se dê com  $r_{PMD} > r_{PD}$ . Como o nível dos juros tem uma relação direta com o risco (percebido) de crédito da operação (Stiglitz e Weiss, 1981), o grau de risco da dívida externa dos PMD torna-se, em média, maior que o da dívida externa dos PD, sustentando o temor dos investidores globais.



Em segundo lugar, se uma das razões da condição  $\beta_{PMD} > \beta_{PD}$  é o maior risco de liquidez (no mercado internacional) dos ativos denominados em  $\$_{PMD}$ , além da exigência de taxas de juros maiores, outra forma dos investidores estrangeiros se protegerem é compondo portfólios com elevado grau de liquidez *nestes ativos* – isto é, portfólios nos quais os ativos dos PMD sejam, predominantemente, de curto prazo formal (no caso de títulos de renda fixa) ou de prazo indeterminado (como os títulos mobiliários de renda variável). A aquisição de títulos indexados à taxa de câmbio (em geral, públicos) tem sido também uma estratégia de hedge cambial bastante utilizada por investidores globais nos PMD, o que permite um certo alongamento do prazo do portfólio. Contudo, quando o risco cambial estimado se eleva muito, este tipo de aplicação não é tão eficiente quanto a preferência por títulos de curto prazo, porque a conversibilidade dos títulos indexados depende da disponibilidade de divisas do país emissor. De todo modo, embora racionais no plano individual, as duas estratégias defensivas acabam por elevar o risco cambial dos PMD, realimentando (e auto-realizando) a condição  $\beta_{PMD} > \beta_{PD}$ .

Por essas razões, a iliquidez das moedas dos PMD no mercado internacional, aliada à ampla abertura da conta de capital, aumenta a propensão destes países a crises cambiais pós-liberalização. Diante das condições peculiares que caracterizam os PMD no mercado financeiro internacional, qualquer abalo na confiança dos investidores quanto à sua capacidade de pagamento em “moeda forte” – seja este justificado pelos fundamentos macroeconômicos do país ou por simples “efeito-contágio” – tende a desencadear, rapidamente, intenso movimento de fuga de capital. Quanto mais ampla for a abertura financeira, mais facilitado será este processo de fuga de capital.<sup>14</sup> O efeito principal da ampla abertura é a redução do custo da entrada e saída de capital do país (a taxa  $\tau$ ); assim, quanto mais ampla a abertura, mais baixo se torna, para o investidor, o custo de “satisfazer” sua incerteza com relação ao retorno de ativos denominados em  $\$_{PMD}$ .

Uma vez iniciada a fuga de capital, reduz-se abruptamente a disponibilidade de crédito para as empresas financeiras e não-financeiras do país, que se vêem, então, incapacitadas de “rolar” as dívidas a vencer. Com isto, eleva-se, também de forma abrupta, o volume de obrigações externas a serem liquidadas a curto prazo. Na expressão [1], da condição de não-fragilização do devedor, isto equivale a um aumento repentino das despesas financeiras  $D_t$  (em moeda estrangeira) não acompanhado pelas receitas  $R_t$  e possivelmente seguido ainda de um aumento na taxa de juros externa. Diante do aumento inesperado em  $D_t$ , devedores externos com posturas inicialmente hedge tornam-se especulativos e estes, involuntariamente, assumem posturas Ponzi. Assim, o que, originalmente, poderia ser apenas uma crise de *liquidez* (insuficiência de divisas *a curto prazo*) converte-se em uma *crise de solvência* (passivo total superior ao ativo total) externa. Esta, aliada à

---

<sup>14</sup> Singh (1997) argumenta que os riscos de instabilidade financeira e cambial são ainda ampliados nos PMD quanto maior a abertura a operações no mercado acionário, face à maior volatilidade de preços peculiar a este mercado.

prévia desregulamentação financeira, que favorece o endividamento externo dos bancos, conduz, então, à uma crise bancária, desencadeando “crises gêmeas”. Esta questão é discutida a seguir.

## **6. A Gênese das Crises Gêmeas nos PMD**

### ***6.1. Três tipos possíveis de crises gêmeas***

A presença simultânea de fatores de fragilização bancária e cambial nos processos de liberalização financeira dos PMD aponta três formas possíveis de desencadeamento (e explicação) de crises gêmeas, estilizadas por Kaminsky e Reinhart (1996: 2-4): do mercado cambial para o bancário, aqui denominada “crises gêmeas do tipo 1”; do mercado bancário para o cambial (“crises do tipo 2”); e dos fundamentos macroeconômicos, ou de choques, para os mercados bancário e cambial (“crises do tipo 3”).

No tipo 1, a crise cambial precede e causa a crise bancária. A primeira é deflagrada como nos modelos de “primeira geração”, que enfatizam os desequilíbrios dos fundamentos macroeconômicos (fiscais, monetários e externos) e seus efeitos (efetivos e esperados) sobre a taxa nominal de câmbio como a fonte causadora de crises cambiais.<sup>15</sup> O mecanismo de transmissão da crise cambial à bancária é semelhante ao do “ajuste monetário automático” do balanço de pagamentos: a rápida perda de reservas internacionais contrai a liquidez doméstica, afetando os devedores e os bancos. Uma condição para que a transmissão se efetive é que a crise cambial seja precedida de um período de expansão do crédito bancário doméstico. Nessas condições, a contração monetária e o aumento dos juros que acompanham a crise cambial inauguram uma fase de inadimplência crescente, seguida de retração do crédito e da atividade econômica.

Nas crises do tipo 2, crises bancárias desencadeadas pelo acúmulo de empréstimos de “má qualidade” (quanto ao risco) ou por uma reversão súbita da política econômica (no sentido restritivo) podem conduzir a crises cambiais de duas formas: a) pelo temor de que eventuais operações de “salvamento” dos bancos pelo governo impliquem expansão excessiva da oferta monetária doméstica e/ou do déficit e da dívida pública; b) pela percepção do mercado de que as dificuldades bancárias inibem a atuação do banco central em defesa da taxa de câmbio (via aumento dos juros), diante de eventual perda significativa de reservas internacionais. Os dois casos são compatíveis com os modelos de crise cambial de primeira geração, porque o que explica a fuga de capital é a percepção ou expectativa de desequilíbrios macroeconômicos resultantes, em última instância, de uma política monetária “frouxa” no passado, capazes de ameaçar a estabilidade da taxa

---

<sup>15</sup> Os conhecidos modelos de Krugman (1979), Flood e Garber (1984) e Dornbush (1987) enquadram-se nessa classificação. Os modelos de “segunda geração” enfatizam a incerteza do mercado quanto à postura do banco central diante da perda de reservas (voltaremos a este ponto adiante). Para um survey dos modelos de crise cambial de primeira e segunda geração, vide Flood e Marion (1998).

de câmbio. A condição básica para que o mecanismo de transmissão da crise bancária à cambial opere é, naturalmente, que o país-alvo detenha um passivo externo elevado. A transmissão será mais provável e rápida nos casos em que este passivo se concentre em obrigações de curto prazo.

Finalmente, crises gêmeas podem ser desencadeadas diretamente a partir dos fundamentos macroeconômicos ou de choques para os mercados bancário e cambial. Neste caso, que define as crises do tipo 3, não há relação de causalidade entre as duas crises, que seriam apenas formas distintas de manifestação do mesmo conjunto de fatores – os mesmos antes apontados como origem das crises cambiais “de primeira geração” (no tipo 1) e bancárias (no tipo 2).

## ***6.2. O debate sobre a natureza das crises gêmeas dos anos 1980-90***

Os três tipos classificados são teoricamente plausíveis e encontram paralelos nas experiências de crise cambial e bancária dos anos 1980-90. Isto dá margem a classificações distintas para um mesmo episódio, dependendo da interpretação de cada observador, bem como da seleção e seqüenciamento de eventos relevantes em cada crise.<sup>16</sup> A classificação das crises gêmeas pós-liberalização em um dos três tipos estilizados por Kaminsky e Reinhart (1996) não é uma questão meramente formal ou retórica, mas tem implicações para a proposição de soluções para o problema. As crises do tipo 1, por exemplo, exigem uma atuação mais direta sobre o mercado cambial, o que pode envolver mudança no regime de câmbio, controle sobre fluxos de capital, a combinação destas duas medidas, entre outras. As crises do tipo 2 sugerem a criação de mecanismos mais eficazes de controle sobre a atividade bancária – mais especificamente, sobre a quantidade e a qualidade do crédito concedido. O tipo 3 requer, essencialmente, uma administração macroeconômica mais eficiente, capaz de manter os “fundamentos” em (permanente) equilíbrio.

Há uma visão predominante nesse debate, que identifica as crises gêmeas pós-liberalização nos PMD com as crises do tipo 2. Díaz-Alejandro (1985), Velasco (1987), McKinnon (1993), Fry (1995: Ch. 19), Goldstein e Turner (1996), Johnston et. alli (1997), IMF (1998: 78) e Krugman (1998a) desenvolvem análises que ilustram este enfoque. Embora guardem suas especificidades e contribuições individuais, estes trabalhos seguem uma linha de interpretação semelhante, sustentando que, na raiz das crises gêmeas (cuja amostra difere de um autor para outro) encontra-se, além do processo de liberalização financeira, uma política monetária permissiva, que pode se manifestar de três formas (não mutuamente excludentes): a) de forma explícita, por taxas de expansão monetária elevadas; b) de forma implícita, por acordos tácitos de socorro de liquidez por parte do banco central ou do Tesouro, em caso de necessidade dos bancos; c) por um sistema de

---

<sup>16</sup> Kaminsky e Reinhart (1996) por exemplo, classificam as análises de Díaz-Alejandro (1985) e Velasco (1987) sobre as crises financeiras do início dos anos 1980 no Cone Sul como do “tipo 2” e a análise de Dornbush et al. (1995) sobre a crise mexicana de 1994-95 como do “tipo 3”. Nenhuma crise recente é identificada como sendo do “tipo 1”.

supervisão bancária precário ou inexistente, que é também uma forma implícita de expansão monetária excessiva. Esse modelo de política monetária, o risco moral que ele implica e os regimes de câmbio fixo (ou semi-fixo) vigentes na maioria dos países que sofreram crises gêmeas teriam sustentado a expansão excessiva do crédito doméstico e do endividamento externo, ameaçando a estabilidade do sistema bancário e da taxa de câmbio.

Entre os autores que adotam o enfoque do tipo 2, a interpretação de Krugman (1998a), que se aplica exclusivamente à crise asiática de 1997, se distingue em dois aspectos. Em primeiro lugar, o autor explicita e enfatiza o mercado de capitais (mais precisamente, a oscilação dos preços dos títulos) como parte crucial do mecanismo de transmissão do excesso de crédito ao mercado cambial. Além disso, ao destacar este elemento, Krugman interpreta o componente cambial da crise asiática a partir dos modelos de “segunda geração”, face à importância das expectativas no mercado de capitais. Os modelos de segunda geração são mais sofisticados que os “de primeira”, considerando, além dos fundamentos macroeconômicos, a incerteza do mercado quanto à postura do banco central diante da perda de reservas – mais especificamente, em que medida, até que ponto e em que momento a autoridade monetária se dispõe a defender a taxa de câmbio vigente.<sup>17</sup> As conclusões do autor, no entanto, não deixam margem a dúvidas quanto à adesão de seu enfoque ao que aqui chamamos de tipo 2:

“The boom-bust cycle created by financial excess preceded the currency crises because the financial crisis was the real driver of the whole process, with the currency fluctuations more a symptom than a cause. (...) [T]hose of us who have been trying to make sense of that crisis in terms of conventional currency-crisis models have been on the wrong track: the Asian crisis may have been only incidentally about currencies. Instead, it was mainly about bad banking and its consequences.” (Krugman, 1998a: 8-9).

A identificação das crises gêmeas dos anos 1980-90 com as crises do tipo 2 inspira a recomendação de reforço da supervisão bancária e ajuste macroeconômico como solução para as crises de liberalização. Kaminsky e Reinhart (1996) compartilham dessa visão, mas sustentam suas conclusões em um estudo empírico (com base na estimação de modelos Probit) de crises gêmeas em PD e PMD, ocorridas entre meados dos anos 1970 e 1995.<sup>18</sup> Este trabalho conclui:

“**First**, with regard to the linkages among the crises, (...) [i]n the 1980s and 1990s, (...) [w]hile the issue of causality remains nebulous, knowing that there is a banking crisis underway helps to predict currency crises. We find few instances of the causal pattern (...) from the balance-of-payments crisis to the banking crisis. (...)”

**Second**, (...) statistically, financial liberalization plays a significant role in explaining the probability of a banking crisis. (...)”

**Third**, as to the stylized facts around the crises, (...) both domestic and external shocks appear to be at the root of crises. Recessionary conditions characterize the periods preceding both banking and balance-of-payments crises (...).” (Kaminsky e Reinhart, 1996: 15, negritos do original).

---

<sup>17</sup> Obstfeld (1994) é a mais conhecida referência para os modelos de “segunda geração”.

<sup>18</sup> A amostra deste estudo compõe-se de 20 países: Dinamarca, Finlândia, Noruega, Espanha, Suécia, Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Filipinas, Indonésia, Israel, Malásia, México, Peru, Tailândia, Turquia, Uruguai e Venezuela (Kaminsky e Reinhart, 1996: 3 e 6).

As experiências recentes, contudo, não parecem sustentar os resultados econométricos de Kaminsky e Reinhart (1996): embora o processo de fragilização bancária tenha estado presente em todos os PMD que passaram por crises gêmeas, o fato é que estas, sem exceção, se iniciaram como crises cambiais. Em todos os casos, as crises gêmeas foram deflagradas por ataques especulativos que impuseram violentas perdas de reservas internacionais, forçando a desvalorização da taxa de câmbio e, nos episódios dos anos 1990, a substituição do regime de câmbio administrado pelo de câmbio flexível. A esses eventos seguiu-se, então, o quadro característico de uma crise bancária, formado por: a) elevada e abrupta perda de rentabilidade e depósitos pelos bancos; b) um número de falências bancárias acima da média histórica do país.

De acordo com essa sequência de eventos, as crises gêmeas pós-liberalização caracterizam-se como crises do tipo 1. Sua classificação no tipo 2 a partir dos testes de Kaminsky e Reinhart explica-se pelo elenco de eventos que, segundo os autores, define uma crise bancária:

“(...) [W]e mark the beginning of a banking crisis by an event that indicates either: i) bank runs that lead to the closure, merging, or takeover by the public sector of one or more financial institutions (...); ii) if there are no runs, the closure, merging, takeover or large-scale government assistance of an important financial institution (or group of institutions), that marks the start of a string of similar outcomes for other financial institutions (...).” (Kaminsky e Reinhart, 1996: 5-6).

Como se pode notar, tal definição de crise bancária é bem mais ampla que a sugerida acima, que, em essência, corresponde ao item (i). Os eventos considerados no item (ii), à exceção do “fechamento de uma importante instituição financeira (ou grupo de instituições)” ampliam a definição de crise bancária e, por conta disso, dão margem à uma antecipação “formal” do início da crise. Como reconhecem os próprios autores,

“This approach to dating the beginning of the banking crises is, of course, not without drawbacks. It could be argued that it dates the crises ‘too late’, because the financial problems usually begin well before a bank is finally closed or merged; alternatively, it could be argued it dates the crises ‘too early’ because the peak of a full-blown crisis may come later.” (ibidem: 6, aspas do original).

O argumento quanto ao “atraso” na identificação do início de uma crise corresponderia à radicalização da definição de Kaminsky e Reinhart e, a nosso ver, a uma compreensão equivocada do fenômeno da crise bancária. Em primeiro lugar, cabe lembrar que o termo “crise” indica sempre uma situação limite. Neste sentido, identificar todo tipo de problemas bancários que precedam uma falência ou perda abrupta de depósitos com o início de uma crise seria, de fato, precipitado.

Em segundo lugar, o que distingue simples problemas bancários de uma crise é o caráter *sistêmico* destes problemas. Assim, operações de fusão, aquisição, incorporação ou mesmo de liquidação e assistência de liquidez pelo banco central, envolvendo “uma importante instituição financeira ou grupo de instituições”, não necessariamente prenunciam uma crise sistêmica. Concretamente, enquanto tais operações forem capazes de evitar um número “anormal” de falências e uma corrida bancária, não há *crise sistêmica*, mas apenas um processo de reestruturação do setor que, *na hipótese de que não seja bem sucedido*, resultará na crise. A inobservância desse aspecto

pode conduzir a interpretações equivocadas a respeito da gravidade dos problemas bancários. O Brasil, por exemplo, em 1994-95, ilustra um caso *bem sucedido* de reestruturação bancária comandada pelo Banco Central, que, como demonstra Carvalho (1998), foi capaz de evitar uma crise sistêmica. No entanto, pelos critérios de Kaminsky e Reinhart (1996: 19), o Brasil teria iniciado uma crise bancária em julho de 1994, quando 17 *pequenas* instituições financeiras foram liquidadas pelo Banco Central. Embora o número impressione, o fato é que, pelo seu porte e áreas de atuação, a liquidação dessas instituições, não teve um impacto restritivo importante sobre o crédito e sobre o volume de depósitos em poder dos bancos brasileiros.

Outro risco de má interpretação causado pelo critério amplo de definição de crises bancárias utilizado por Kaminsky e Reinhart decorre do fato de que a amostra do estudo considera apenas países onde, segundo os autores, efetivamente ocorreram crises gêmeas. Nessas condições, o estudo constata que os eventos e critérios mencionados no item (ii) acima, onde identificados, *precederam* as crises bancárias analisadas. Isto, porém, não significa que eles *marcam o início* das crises: tal interpretação seria tão “lógica” quanto atribuir o início de uma guerra a um período prévio de negociações entre as partes que, afinal, não conseguem estabelecer um acordo. A distinção proposta por Carvalho (1998) entre crise e o que chamou de “distress” bancário sintetiza nosso argumento:

“(...) we will reserve the term *crisis* to refer to those episodes in which non-performing loans accumulate to generate individual bank failures that are transformed into a systemic crisis. (...) We will distinguish between *systemic crisis* and *distress situations*, the latter comprising both the case in which disturbances are not serious enough to threaten the system as a whole and those in which a systemic crisis is a possibility, but the central bank is successful in preventing it. Thus, a distress situation may be the embryo of a banking crisis, but it does not have to develop in that direction.” (Carvalho, 1998: 297-298).

Por fim, deve-se levar em conta que, em se tratando de crises gêmeas, paralelamente às tentativas de reestruturação bancária, estão ocorrendo também eventos desestabilizadores no mercado cambial. Nesse contexto, não há qualquer razão plausível para se ignorar os efeitos desses eventos na formação da crise bancária e privilegiar aqueles propostos por Kaminsky e Reinhart no item (ii) do trecho acima transcrito. Considerando os fatores de natureza cambial e restringindo o elenco de eventos definidores da crise bancária àqueles mencionados no item (i) do mesmo trecho, estaremos mais próximos de uma interpretação do tipo 1, que do tipo 2.

Em suma, a definição ampla de crise bancária utilizada por Kaminsky e Reinhart (1996) explica os resultados favoráveis à interpretação do tipo 2. A propósito, é curioso notar que, segundo classificação dos próprios autores, apenas 7 países/episódios da amostra enquadram-se na definição mais restrita de crise bancária, descrita no item (i), enquanto 12 crises bancárias que, supostamente, precederam crises cambiais correspondem à definição do item (ii). Isto sugere que uma definição mais convencional, aplicada aos mesmos episódios analisados por Kaminsky e Reinhart, provavelmente, não sustentaria a tese de que crises gêmeas têm, em geral, uma “causa” bancária.

## 7. Sumário e Conclusões

A análise pós-keynesiana, baseada no modelo de fragilidade financeira de Minsky, caracteriza o mercado de ativos como inerentemente instável. Nessas condições, mercados livres não garantem o melhor resultado possível quanto à alocação de recursos. As crises de liberalização são uma ilustração contundente desta limitação. Deixado ao sabor das expectativas e do “otimismo espontâneo”, o mercado financeiro tende a acentuar movimentos de valorização ou depreciação dos ativos, expondo a economia a situações de “excesso” ou “escassez” de investimentos, só revelados *ex post*. Tais situações não refletem casos isolados de ineficiência ou irracionalidade dos agentes, mas sim o fato de que economias de mercado não dispõem de indicadores seguros sobre a forma “correta” de alocação da riqueza a cada período.

A política de liberalização, portanto, torna a economia mais vulnerável a crises financeiras. As crises de liberalização refletem, antes de mais nada, o próprio sucesso da política financeira, com relação a seu objetivo explícito de aumentar a influência das “forças de mercado” no setor financeiro. Como observa Minsky:

“(...) capitalist financial processes mean that the economy has endogenous destabilizing forces. Financial fragility, which is a prerequisite for financial instability, is, fundamentally, a result of internal market processes.” (Minsky, 1986: 250-251).

No que tange às crises gêmeas nos PMD, a análise desenvolvida sustenta que a posição peculiar destes países no cenário financeiro internacional é o fator determinante do perfil distinto e da maior gravidade dessas crises, quando comparadas às observadas nos PD. A peculiaridade dos PMD define-se por duas condições básicas: sua posição como tradicionais importadores líquidos de capital e a iliquidez (relativa) de suas moedas no mercado externo. Essas condições justificam que a preferência por liquidez nos PMD assumam, em grande parte, a forma de demanda por divisas – sendo esta parcela maior nos períodos de maior incerteza. Isto, por sua vez, explica a maior propensão desses países a crises cambiais e permite compreender porque as crises de liberalização nos PMD tendem a se manifestar como “crises gêmeas” do tipo 1 – isto é, crises financeiras que têm início no mercado cambial e, através do endividamento externo dos bancos, se propagam ao sistema bancário.

## Referências

CARGILL, T. (1983). *Money, the Financial System and Monetary Policy*. Prentice-Hall.

CARVALHO, F. J. Cardim de (1992). *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.

\_\_\_\_\_. (1997). “Sistema Financeiro Internacional: Tendências e Perspectivas”. *Texto para Discussão IE-UFRJ* n° 395, Julho.

\_\_\_\_\_. (1998). “The Real Stabilization Plan and the Banking Sector in Brazil”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 206, September, pp. 291-326.

- CINTRA, M. A. M. e FREITAS, M. C. P. de. (1998). *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP.
- DAVIDSON, P. (1978). *Money and the Real World*. London: MacMillan.
- DORNBUSH, R. (1987). “Collapsing Exchange Rate Regimes”. *Journal of Development Economics*, 27, pp. 71-83.
- DORNBUSH, R., GOLDFAJN, I. e VALDÉS, R. (1995). “Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 2, pp. 219-295.
- DREES, B. e PAZARBASIOGLU, C. (1998). “The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalization?”. *IMF Occasional Paper* 161, April.
- FDIC, FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION (1997). *History of the Eighties*, Vol. 1. FDIC Web site: [www.fdic.gov/bank/historical](http://www.fdic.gov/bank/historical).
- FLOOD, R. e GARBER, P. (1984). “Collapsing Exchange Rate Regimes: some linear examples”. *Journal of International Economics*, nº 17, August, pp. 1-13.
- FLOOD, R. P. e MARION, N. P. “Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature”. *IMF Working Paper* nº 130, September 1998.
- FRY, M. (1995). *Money, Interest and Banking in Economic Development* (2<sup>th</sup> ed.). London: The John Hopkins University Press.
- GOLDSTEIN, M. e TURNER, P. (1996). “Banking Crises in Emerging Economies: origins and policy options”. *BIS Economic Papers*, nº 46, October.
- HERMANN, J. (2001). “A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos Anos 1990: uma análise crítica”. *Economia Aplicada*, Vol. 5, nº 2, Abril-Junho, pp. 281-313.
- \_\_\_\_\_ (2002). *Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- IMF, International Monetary Fund (1998). “Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability”, in *World Economic Outlook*, Ch. IV. May. Washington, D.C.
- JOHNSTON, R. B., DARBAR, S. M. e ECHEVERRIA, C. (1997). “Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand”. *IMF Working Paper*, 97/157, November.
- KAMINSKY, G. L. e REINHART, C. M. (1996). “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”. *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, nº 544, March.
- KEYNES, J. M. (1985). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril Cultural. Publicação original: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan, 1936.
- KREGEL, J. (1998). “Derivatives and Global Capital Flows: applications to Asia”. *Working Paper nº 246 - University of Bologna*. August.
- KRUGMAN, P. (1979). “A Model of Balance-of-Payments Crises”. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, nº 3, August, pp. 311-325.
- \_\_\_\_\_ (1998a). *What Happened to Asia?*. January. Via Web site: <http://web.mit.edu/krugman>.
- \_\_\_\_\_ (1998b). *Japan’s Trap*. May. Via Web site: <http://web.mit.edu/krugman>.
- LEVI, M. L. (1998). “O Sistema Financeiro Japonês no Pós-Guerra e sua Desregulamentação nos Anos 1980”, in CINTRA E FREITAS (1998), pp. 288-332.
- MCKINNON, R. (1993). *The Order of Economic Liberalization*. 2<sup>th</sup> ed. London: The Johns Hopkins University Press.
- MINSKY, P. H. (1975). *John Maynard Keynes*. New York: Columbia University Press.



- \_\_\_\_\_ (1982a). "The Financial Fragility Hypothesis: an Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard' Theory", in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 59-70.
- \_\_\_\_\_ (1982b). "Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism", in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 71-89.
- \_\_\_\_\_ (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press.
- NASSUNO, M. (1998). "As Transformações Recentes na Estrutura do Sistema Financeiro Alemão e as Implicações sobre a Política Monetária", in CINTRA E FREITAS (1998), pp. 333-394.
- OBSTFELD, M. (1994). "The Logic of Currency Crises". *NBER Working Paper*, nº 4640.
- SINGH, A. (1997). "Financial Liberalisation, Stockmarkets and Economic Development." *The Economic Journal*, 107, May, pp. 771-782.
- TSENG, W. e CORKER, R. (1991). "Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asian Countries". *IMF Occasional Paper*, nº 84, July.
- UNCTAD, UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (1998). *Trade and Development Report*. United Nations, New York and Geneva.
- WORLD BANK (1989). *World Development Report 1989*. New York: Oxford University Press for the World Bank.