

Liberalização Financeira e Controles de Capitais: uma análise de Chile e Malásia.

Nome: Elaine Ribeiro Virgili

Relatório Final – Monografia II

Orientadora: Prof^a Dra Maria Alejandra Caporale Madi

Campinas, junho de 2004.

The logo of UNICAMP, featuring the word "UNICAMP" in a stylized, bold, sans-serif font. The letters are white with a black outline, set against a dark background.

Introdução	3
1 – Chile: da liberalização econômica da década de 70 à crise da década de 90	12
1.1– <i>O Chile nos anos 70 e 80 - Golpe Militar e transição para uma economia de livre mercado</i>	12
1.2 – <i>O mercado financeiro chileno – desenvolvimento anterior a 1990</i>	20
1.3– <i>Performance do mercado financeiro chileno – décadas de 70 e 80</i>	22
1.4 – <i>A economia chilena na década de 90: principais medidas pós-transição democrática</i>	23
1.5 – <i>O mercado financeiro chileno na década de 90</i>	29
1.6 - <i>Indicadores macroeconômicos</i>	30
1.7 - <i>Considerações finais sobre a economia chilena no período pré-crise dos anos 90</i>	32
2 – Malásia – Do Acordo do Plaza à crise de 1997	35
2.1 – <i>Transformações econômicas na década de 80 – Impactos do Acordo do Plaza</i>	35
2.2 – <i>O mercado financeiro malaio – evolução anterior à década de 90</i>	41
2.3 – <i>A economia malaia na década de 90: principais políticas macroeconômicas</i>	45
2.4 - <i>O setor financeiro malaio na década de 90</i>	52
2.5 – <i>Considerações finais sobre a economia malaia no período pré-crise asiática de 1997</i>	56
3 – As crises da década de 90	58
3.1 – <i>As crises de balanço de pagamentos – modelos e teoria econômica</i>	58
3.2 – <i>As crises dos anos 90: Malásia</i>	61
3.3 – <i>Impactos da crise e reação do governo malaio</i>	66
3.4 – <i>As crises dos anos 90 no Chile</i>	72
3.5 – <i>Considerações finais sobre as crises dos anos 90 na Malásia e no Chile</i>	78
4 – Considerações finais	80
Referências bibliográficas	84

Resumo

A investigação busca analisar se, dentro da nova dinâmica de tomada de decisões ditada pela financeirização da riqueza, a intervenção através dos controles de capitais representou um diferencial no que diz respeito aos objetivos de redução da volatilidade e vulnerabilidade dos mercados financeiros. Para isso utilizou-se como foco da pesquisa os casos de Chile e Malásia, para os quais verificou-se a evolução dos mercados financeiros, além da recuperação das principais características do desenvolvimento econômico dos mesmos, com vistas ao questionamento da agenda liberal defendida pelas principais instituições componentes da arquitetura financeira internacional nos dias atuais.

Abstract

This investigation has the objective to verify if intervention through capital controls represented a differential regarding the reduction of volatility and vulnerability of financial markets. Therefore it is focused on the cases of Chile and Malaysia, countries which had checked its financial markets evolution, as well as its economic development main characteristics recovered, in order to question the liberal agenda defended by principal institutions of international financial architecture.

Introdução

A lógica da abertura financeira e seus impactos sobre a vulnerabilidade.

Com o intuito de entender as principais modificações introduzidas na dinâmica da acumulação capitalista pelo processo de liberalização financeira, faz-se necessário compreender qual foi a lógica que condicionou a nova trajetória da economia determinada pelo processo de desregulamentação dos mercados, assim como os seus impactos sobre as suas condições de estabilidade .

A década de 80 foi marcada por grandes transformações que determinaram uma mutação na composição da riqueza social, fenômeno que se observa na comparação do crescimento desses ativos financeiros com o crescimento da produção e o da acumulação de ativos fixos na década de 90. Deve-se salientar que esses ativos representam direitos de propriedade sobre rendimentos futuros, e por esse motivo estão muito mais sujeitos a processos inflacionários, proporcionando aos seus detentores a sensação de enriquecimento acelerado.

Notadamente, essa trajetória determinou uma mudança no que concerne aos determinantes dos gastos de investimento e consumo, que passaram a ser função da valorização esperada dos ativos financeiros. Segundo Belluzzo e Coutinho (1998), existe a sensação de que os ativos financeiros sempre poderão ser convertidos à forma líquida e por isso as famílias e empresas se tornaram grandes alavancadores de recursos junto ao sistema bancário a fim de convertê-los em carteiras de ativos financeiros.

Entretanto, a velocidade com que se desenvolveram as inovações financeiras, aliada à alavancagem no sistema bancário, provocou uma constante realimentação de processos altistas e formação de bolhas, assim como os processos baixistas que representam o risco (ou concretização) dos colapsos.

Feitas as considerações acima, os autores apresentam como características do mercado financeiro atual:

1. Profundidade: representa o alto grau de negociabilidade dos papéis, garantido por transações secundárias em grande escala.

2. Liquidez e mobilidade: fácil entrada e saída de investidores em ativos e segmentos de mercado.
3. Volatilidade dos preços dos ativos: determinada pela avaliação dos agentes em relação à valorização esperada dos papéis – agravada por ativos denominados em diferentes moedas e com taxas de câmbio flutuantes.

Segundo Chesnais (1999), a formação de um mercado financeiro mundializado passou por três etapas mais importantes, subseqüentes e motivadas pelo fracasso do sistema de Bretton Woods. A primeira delas é caracterizada pelo abandono das taxas de câmbio fixas e adoção do sistema de taxas flutuantes. Esse passo fez com que os operadores financeiros passassem a ter papel fundamental na determinação dos preços relativos das moedas, além de representar um grande avanço na abertura do caminho para a abolição dos controles de capitais – processo observado no Reino Unido de Margaret Thatcher em 1979, e logo em seguida nos Estados Unidos. A abolição dos controles de capitais ocorreu como parte de um outro processo, nos quais esses países empreenderam medidas de desregulamentação e liberalização dos mercados de títulos públicos.

A etapa seguinte se constitui na liberalização dos fluxos de capitais e na “securitização” dos títulos da dívida pública, seguindo a tendência do primeiro passo. Finalmente, o último passo foi alcançado na segunda metade da década de 80 na City de Londres e em seguida em todas as outras praças financeiras, através da liberalização e desregulamentação dos mercados.

Nos anos 80 assistimos à adoção das medidas acima expostas pelos demais países da OCDE, nos quais houve dificuldades de adaptação e apresentaram-se peculiaridades específicas. Já a década de 90 foi marcada pela integração dos países que não são membros da OCDE. Nesse grupo entraram os países da ex-URSS, considerados como “economias em transição”, assim como os “países de industrialização recente”, no caso Ásia e América Latina. Neste segundo grupo, a liberalização era especificamente interessante para os grandes especuladores financeiros e o processo foi fortemente estimulado pelo FMI e Banco Mundial. O autor salienta que para a América Latina e alguns países asiáticos, a implementação de medidas liberalizantes dependeu de novas formas de aliança entre a oligarquia financeira desses países e os Estados Unidos.

Finalizado o processo descrito nas três etapas anteriores, as instituições de base da economia do mercado financeiro mundializado passaram a ser os mercados de divisas e de títulos liberalizados e desregulamentados, os mercados secundários nos quais bônus do Tesouro podem ser vendidos a qualquer momento, assim como as bolsas de valores, nas quais as ações são compradas e vendidas permanentemente.

Para Chesnais (1999), a consequência da criação dessa nova economia mundializada se expressa nas suas características de vulnerabilidade e instabilidade, nas quais observa-se o caráter rentista das operações, nas quais ocorre transferência de recursos entre classes sociais no país e, em última instância entre países, tornando atual o conceito de país rentista.

Entretanto, as considerações acerca dos benefícios e riscos inerentes à liberalização são diversas, colocando em dois lados opostos os que são favoráveis e os que são contrários. Para o FMI¹, representado por Fischer (1997), a liberalização da conta capital é um passo inevitável em direção ao desenvolvimento, sendo os seus custos compensados pelos benefícios. Segundo ele, ocorre melhor e mais eficiente alocação da poupança global, o que traz benefícios não só para os países, mas também para a economia internacional. Com a melhor alocação da poupança global, os países têm maior acesso a novas tecnologias, o que proporciona aumento da competitividade e da eficiência do sistema financeiro doméstico. Outro ponto colocado por Fischer como um benefício da liberalização da conta de capitais é a diversificação do acesso ao capital, sendo que o autor ressalta que este se dará mais facilmente e a custos mais baixos.

De qualquer maneira, dadas as características do mercado financeiro expostas no item anterior, assim como o processo de mundialização financeira verificado neste item, é pertinente afirmar que a liberalização deu origem a um tipo de capitalismo com menor dinamismo e maior instabilidade se comparado com o que havia no imediato pós-guerra.

¹ Quanto aos riscos da liberalização financeira, a visão do FMI, externalizada pelas inferências de Fischer, é de que os fluxos de capital internacionais são altamente sensíveis a políticas macroeconômicas, às impressões sobre o sistema bancário doméstico, assim como a falta de visão dos desenvolvimentos políticos e econômicos. Ele defende que, de uma maneira geral as instabilidades econômicas ocorrem em virtude de políticas equivocadas. O mercado pode até ter uma reação exagerada diante de algumas situações, mas para ele essas reações são consequência de informações imperfeitas. Isso significa que um “comportamento de manada” não surge em uma economia na qual se verifica saúde macroeconômica, ou seja, as instabilidades são decorrentes de falhas na política econômica.

Ao mesmo tempo houve uma inversão no sentido das crises – as mesmas passaram a se originar na esfera financeira para em seguida contagiarem a esfera da produção (Carneiro, 1999).

Essas características nos levam a questionar quais seriam os instrumentos de redução da instabilidade gerada pelo processo analisado e qual o grau de eficiência dos mesmos nos episódios de conjuntura adversa. A hipótese inicial do projeto toma como resposta a esse questionamento a utilização de controles de capitais, que serão conceituados em seguida.

Debate sobre os controles de capitais.

As opiniões diversas acerca da liberalização da conta capital e os sucessivos episódios de crises assistidos na década de 90 intensificaram a importância de uma outra discussão - a adoção de controles de capitais como forma de evitar as instabilidades inerentes à globalização. O trabalho de Carvalho (2002) traz uma análise bastante concisa sobre o debate que se desenvolve atualmente.

Os controles de capitais foram criados para ajudar a defender as economias da volatilidade econômica internacional, sendo amplamente utilizados após a crise da década de 30. Em muitos países desenvolvidos levaram anos para serem retirados, sendo que em alguns casos isso só ocorreu na década de 90.

Atualmente, a maioria dos economistas acredita que os controles de capitais são danosos, ou não produzem efeito algum. Existem, porém, aqueles que acreditam que os controles trazem resultados benéficos, sendo o exemplo mais notável o de Keynes, que defendeu a adoção de controles de capitais nos casos de crises de balanço de pagamentos durante a conferência de Bretton Woods. Por outro lado, o FMI defende a retirada dos controles de capitais, desejo esse explícito no artigo 6 do seu estatuto, que previa a retirada dos mesmos e adoção de medidas liberalizantes. Esse artigo foi congelado logo após a crise asiática, quando o fundo passou a reconhecer que a manutenção de certos controles poderia ser tolerada, mas somente de maneira temporária.

Uma das maiores dificuldades no que diz respeito à avaliação da eficiência ou importância dos controles de capitais diz respeito à sua definição. De uma maneira geral, os

controles de capital são conceituados como todo e qualquer instrumento de intervenção no livre movimento de capitais através de fronteiras nacionais. Entretanto, existem interpretações diversas no que diz respeito a quais seriam esses instrumentos e quais deles caracterizam controles de capitais. Para Cooper (Carvalho, 1999), o termo controles deveria excluir instrumentos que controlem os fluxos sem estabelecer barreiras diretas, como os depósitos compulsórios sobre as entradas de capitais e impostos sobre entradas e/ou saídas de recursos financeiros e imposições de natureza quantitativa sobre os fluxos de capital. Para este autor, nem sempre é a lógica da restrição de movimentos que impulsiona este tipo de disposição.

Dada a definição inicial, podem-se distinguir os instrumentos que incentivam ou desincentivam os fluxos em contraste com restrições quantitativas diretas. Os primeiros instrumentos podem ser exemplificados com os controles realizados na Malásia em 1999, quando as saídas de capitais eram taxadas com alíquotas inversamente proporcionais ao tempo em que os mesmos permaneciam no país, ou seja, aqueles que quisessem retirar seus capitais, poderiam fazê-lo, mas pagariam menor imposto se os mantivessem por mais tempo. O mesmo tipo de controle pode ser observado no Chile, onde os capitais permanecem por períodos mínimos através de depósitos compulsórios. Ocorre incentivo, assim, para a entrada de capitais que tem intenção de permanecer no país por períodos mais longos.

Já os controles quantitativos diretos – ou controles administrativos – não permitem a entrada ou saída de capitais, qualquer que seja o custo implícito na operação. Estes controles proporcionam o confronto, e não a adesão do mercado.

É importante salientar, entretanto, que a avaliação dos melhores tipos de controle a ser utilizado deve levar em conta não somente a adesão dos agentes privados. Os controles podem ser tanto temporários como permanentes, assim como podem ser instrumento de administração de crises de balanço ou servem à autonomia das políticas domésticas. Isso nos faz concluir que o melhor tipo de controle dependerá da situação e objetivos particulares de cada país, não sendo pertinente afirmar que um deles é mais ou menos adequado.

Em relação ao tempo de permanência, para o FMI os controles devem ser sempre temporários, utilizados somente enquanto as condições para integração ainda não estiverem dadas. São considerados um mal necessário quando a economia não possui outros meios mais eficientes de se defender, mas devem ser abandonados tão logo as pré-condições de liberalização estejam dadas. Já a visão oposta defende que os controles devem ser utilizados como instrumentos que garantem a autonomia das políticas domésticas, tomando como premissa que os mercados financeiros são imperfeitos e se caracterizam como canais de transmissão de instabilidades para as economias nacionais.

Também existe a situação na qual os controles são utilizados para administração de crises, ou seja, não são nem temporários por não buscarem uma mudança institucional que traga outros instrumentos, nem permanentes por não objetivarem a autonomia de políticas domésticas, sendo apenas emergenciais.

Caracterizados os controles de capitais, ainda deve ser ressaltada a questão de maior importância no que concerne ao debate acerca da sua utilização – quais são os argumentos favoráveis e desfavoráveis à sua adoção.

A visão desfavorável à utilização de controles de capitais é baseada predominantemente nos argumentos que defendem a liberalização, conforme exposto no item anterior pela visão de Fischer, que é a visão defendida pelo FMI. Para essa visão, os controles representam uma ação do Estado que viola a rede de incentivos criada pelo setor privado e estimula as atividades dependentes de monopólio. De qualquer maneira, o principal argumento contrário aos controles de capital é a própria retórica da liberalização, ou seja, esses controles impediriam uma melhor alocação da poupança global pelos mercados financeiros livres.

Por outro lado, os argumentos favoráveis à utilização dos controles se apóiam em visões alternativas à hipótese dos mercados eficientes, que fundamenta a proposta de eliminação dos mercados de capitais. Duas abordagens são realizadas neste sentido.

A primeira delas defende que a hipótese dos mercados eficientes só poderia ser considerada válida se alguns pressupostos fossem atendidos. Para essa visão, o fato de os mercados serem incompletos torna improvável que a livre operação traga os resultados esperados da liberalização, a não ser que as expectativas sejam consideradas racionais.

Segundo Stiglitz (Carvalho, 2002), a assimetria de informações reduz a alocação ótima de recursos trazendo problemas de *moral hazard* e seleção adversa. Com isso, justifica que a intervenção do Estado na economia deveria ser vista de forma mais benigna que a liberalização que assistimos desde a década de 70.

A segunda abordagem se inspira mais na incerteza fundamental que cerca as decisões dos agentes em uma economia de mercado, inspirando-se em Keynes. Nesse sentido, a incerteza sobre o futuro abre diversas trajetórias possíveis e não determinadas previamente. Os mercados serão eficientes somente na presença de regras e instituições que promovam a coordenação e organizem as expectativas de modo que ocorra uma diminuição dessas diversas trajetórias colocadas pela incerteza. Como nem sempre é possível alcançar esse resultado, os controles e regulações devem estar presentes.

Essa segunda abordagem está bastante apoiada no pensamento de Keynes, que defendia que os controles de capitais deveriam ser utilizados para dar ao país maior autonomia nas políticas domésticas. Para o autor, as incertezas afetam as decisões de política e a atuação do governo em uma economia de mercado é fundamental no combate dos chamados “efeitos adversos das negras forças da ignorância”.

Chile e Malásia – liberalização financeira e controles de capitais.

A conclusão de Carvalho (2002) a respeito do debate sobre os controles de capitais é de que o mesmo reproduz os temas centrais do debate macroeconômico mais geral que se desenrola desde a publicação da Teoria Geral de Keynes. É justamente com base nesse debate que o projeto em questão será desenvolvido, ou seja, através da pesquisa das medidas de liberalização financeira e utilização de controles de capitais de Chile e Malásia nos anos 90.

No começo desta década, o Chile implementou medidas de restrição à entrada de capitais (reservas em forma de depósito compulsório), sendo que se tratava de um período no qual não havia tanta preocupação com os efeitos indesejados da livre mobilidade de recursos. O resultado foi uma diminuição dos capitais de curto prazo, o que possibilitou a manutenção de um diferencial entre as taxas de juros interna e externa, ou seja, a política monetária poderia ser conduzida de acordo com os objetivos domésticos.

Já na Malásia, algumas medidas haviam sido impostas em 1994 face à onda repentina de entrada de capitais de curto prazo, como tetos para obrigações externas não relacionadas a investimentos ou comércio, além de outras restrições a transações bancárias. Entretanto essas medidas foram gradualmente removidas a partir de 1995. As medidas de maior impacto e importância foram tomadas após a crise asiática de 1997. Desta vez, tiveram um caráter emergencial e incidiram sobre a saída de recursos, sendo implementadas em 1998.

Colocadas as questões acima, torna-se pertinente o questionamento sobre os impactos da abertura financeira nos mercados emergentes, avaliados através do desempenho dos agregados macroeconômicos e variáveis do sistema financeiro decorrentes das medidas liberalizantes. Surgem opiniões diversas sobre os benefícios e malefícios da globalização e os períodos de crise da década de 90 colocam em evidência a eficiência do modelo proposto pela agenda neoliberal. Por outro lado, surgem também novas idéias acerca de como evitar que os benefícios da liberalização sejam superados pelos malefícios e é nesse contexto que se insere o debate sobre a utilização de controles dos fluxos de capitais.

A resposta para todos os questionamentos referentes à liberalização financeira só pode ser alcançada através da observação das peculiaridades e efeitos desta transformação em mercados que promoveram medidas liberalizantes no período estudado. De uma maneira geral, a liberalização financeira e abertura dos mercados atingiram majoritariamente mercados emergentes da Ásia e da América Latina, extremamente propensos a adotar medidas que os conduzissem à integração com o mundo desenvolvido em condições igualitárias. Acredita-se com isso que a investigação das características dos processos expostos em um país de cada uma dessas regiões nos permite chegar a conclusões válidas sobre o processo como um todo.

Considerando que o objetivo da pesquisa que se seguirá é de avaliar os impactos dos controles de capitais no processo de abertura econômica dos mercados emergentes, inserindo ao mesmo tempo a problemática da utilização ou não dos controles dos fluxos de capitais, acreditamos que a escolha mais razoável recaí sobre Chile e Malásia – países que constituem exceções tanto nas regiões em que estão inseridos, como na própria arquitetura

financeira internacional, visto que são considerados casos paradigmáticos na utilização de controles.

Diante disso, através da investigação das características, desenvolvimento e evolução dos mercados financeiros de Chile e Malásia, esta pesquisa pretende proporcionar uma conclusão acerca dos impactos decorrentes da liberalização financeira, inserindo na discussão as conseqüências da existência de controles dos fluxos de capitais nestas economias e a eficácia da utilização dos mesmos no combate aos malefícios da globalização. Pretende-se analisar se, dentro da nova dinâmica de tomada de decisões ditada pela financeirização da riqueza, a intervenção através dos controles de capitais representou um diferencial no que diz respeito aos objetivos de redução da volatilidade e vulnerabilidade dos mercados financeiros, sendo que se pretende ao mesmo tempo, através de pesquisas e análises sobre os mercados financeiros de Chile e Malásia, chegar a uma conclusão acerca do papel dos controles de capitais no que diz respeito aos objetivos de desenvolvimento e crescimento, questionando a agenda liberal defendida pelas principais instituições componentes da arquitetura financeira internacional nos dias atuais.

1 – Chile: da liberalização econômica da década de 70 à crise da década de 90.

Estudaremos neste capítulo as principais transformações ocorridas desde a transição chilena para uma economia de livre mercado até o período de crises dos países emergentes na década de 90. Para isso, dividiremos a exposição em dois períodos, sendo o primeiro compreendido por uma caracterização anterior à década de 90, enquanto o segundo terá como foco a liberalização ocorrida na década de 90.

1.1 – O Chile nos anos 70 e 80 - Golpe Militar e transição para uma economia de livre mercado

O Chile iniciou sua transição para uma economia de livre mercado logo após o Golpe de Estado de 1973, através da qual pretendia alcançar três objetivos – dois deles imediatos, que são a privatização e estabilização; e um outro mais gradual que seria a liberalização dos mercados.

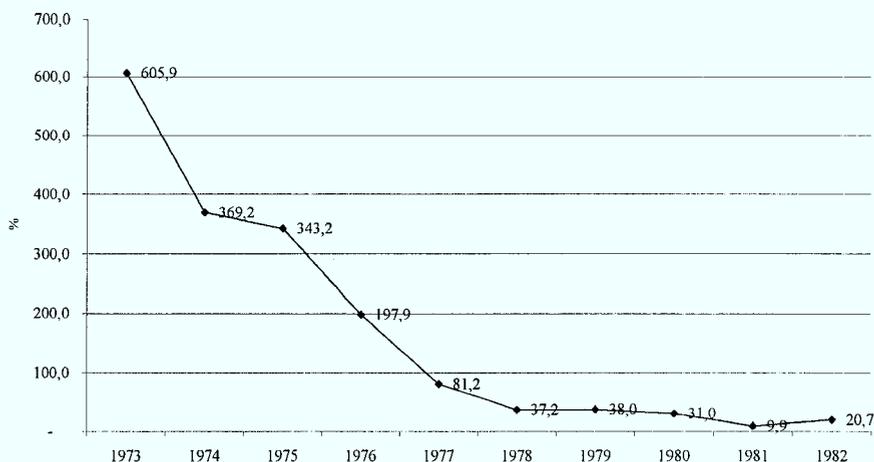
O esforço de estabilização se expressou em várias medidas, como correção das distorções de preços nos mercados de bens, dos desequilíbrios fiscais, assim como a redução do déficit externo proporcionada por um choque nos termos de troca e pela queda da inflação. Estas medidas ocorreram no período de 73 a 75 e foram consideradas de caráter gradualista, o que forçou uma política de choque no período seguinte (1975 e 1976). As principais medidas foram a redução de gastos e investimentos, aumento de impostos e tarifas públicas, além de redução de isenções fiscais e arrocho salarial.

Em virtude de uma nova aceleração na inflação no primeiro semestre de 1976 houve um novo diagnóstico relacionado aos custos e expectativas, gerando uma política de valorização do peso, com redução de tarifas sobre importações e estabelecimento de um calendário futuro de paridades cambiais que visavam à valorização da moeda chilena através de reajustes do câmbio inferiores à inflação. Os impactos foram perceptíveis na queda da taxa de inflação e de desemprego, mas houve um aumento acentuado do déficit de transações correntes.

Surge assim a quarta fase da estabilização em junho de 1979, que se caracterizou pelo enfoque monetário do balanço de pagamentos. Ocorre desvalorização, queda da inflação e manutenção de altas taxas de crescimento. Entretanto, não houve convergência

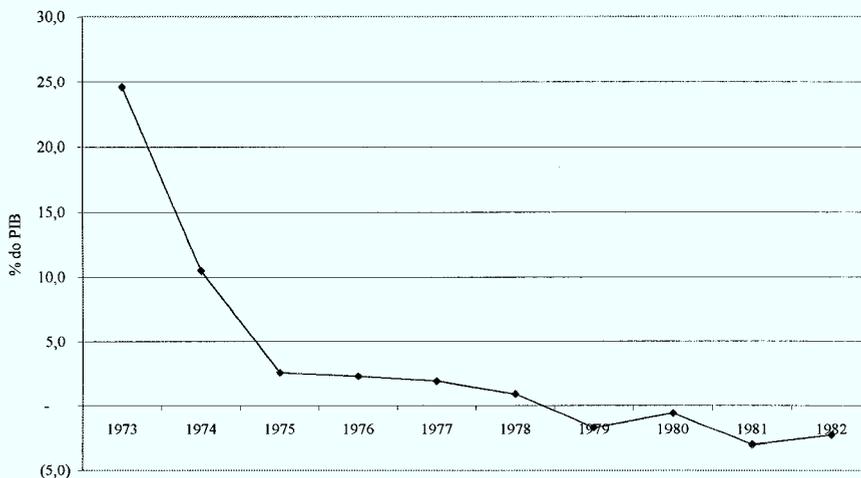
entre as taxas de inflação interna e externa, o que provocou novamente aumento do déficit comercial. Esse déficit foi financiado com grandes entradas de capital. As políticas implementadas foram bem sucedidas, de uma maneira geral, resultando em controle inflacionário e superávit público no início da década de 80. Os resultados das políticas para controle da inflação e déficit público podem ser visualizados nos gráficos 1 e 2:

Gráfico 1
Chile: Inflação 1973-1982
em %



Fonte: Edwards & Edwards (1992:38) - Elaboração Própria

Gráfico 2
Chile: Déficit Primário 1973-1982



Fonte: Edwards & Edwards (1992:38) - Elaboração Própria

O outro objetivo imediato era a promoção das privatizações. Entre 1974-78, quase a totalidade dos ativos que haviam sido transferidos ao setor público durante a Unidade Popular (1970-73) foram privatizados, sendo que em 1980 somente 43 das 500 empresas que estavam em controle estatal no governo Allende continuavam no setor público. A crítica a esse processo situa-se principalmente na falta de transparência das ações, assim como na falta de cuidado com os impactos sobre a competitividade e sobre a regulação, aspectos que se fariam necessários em um processo de tamanha envergadura.

Quanto à abertura comercial, houve não somente um processo de redução das tarifas, como também de eliminação das barreiras não tarifárias. Em relação às tarifas, além da redução das alíquotas médias houve também substancial redução do valor máximo da tarifa, que vigorava para 99,5% dos produtos. Já em relação às barreiras não tarifárias, antes da reforma havia 300 itens proibidos e quase a metade das posições tarifárias dependia de aprovação formal do Banco Central chileno.

Os principais impactos foram observados na expansão inicial das exportações e na mudança da estrutura das importações. O setor de bens de consumo apresentou crescimento mais acelerado e os outros setores tiveram efeitos diferenciados, destacando-se a queda do emprego industrial.

Inicialmente, a liberalização comercial provocou um impacto positivo no dinamismo das exportações, visto que houve redução dos preços dos insumos importados, visto que os preços internos eram desvinculados dos internacionais e havia bastante espaço para a redução de custos através da substituição por insumos importados. O efeito imediato foi, segundo Ffrench-Davis (2002), foi de aumento espetacular das exportações. Entretanto, a partir de 1975, o câmbio adotado aliado às altas taxas de juros, fizeram com que o ritmo de inversões brutas caísse, provocando um processo de desindustrialização no período de 1973-1982.

Observa-se também, um grande aumento das exportações não relacionadas ao cobre entre os anos de 1974-1985, com reversão no período seguinte em virtude da desvalorização do câmbio. Entretanto, é importante salientar que o aumento das exportações distintas do cobre ocorreu principalmente em produtos intensivos em recursos naturais, o que mostra as vantagens comparativas do país nesta categoria.

O processo de liberalização financeira iniciou-se em 1974 com a desregulamentação financeira interna e posteriormente com a abertura para o capital externo. As principais medidas de liberalização interna foram:

- Redução dos requisitos de reservas compulsórias nos bancos (de 100% em 1973 para 42% em 1979 e 10% em 1980).
- Permissão para operação de novas instituições financeiras não bancárias – chamadas *Financieras*.
- Privatização dos bancos que haviam sido nacionalizados no governo Allende.
- Livre determinação das taxas de juros pelas *Financieras* e pelos bancos comerciais.

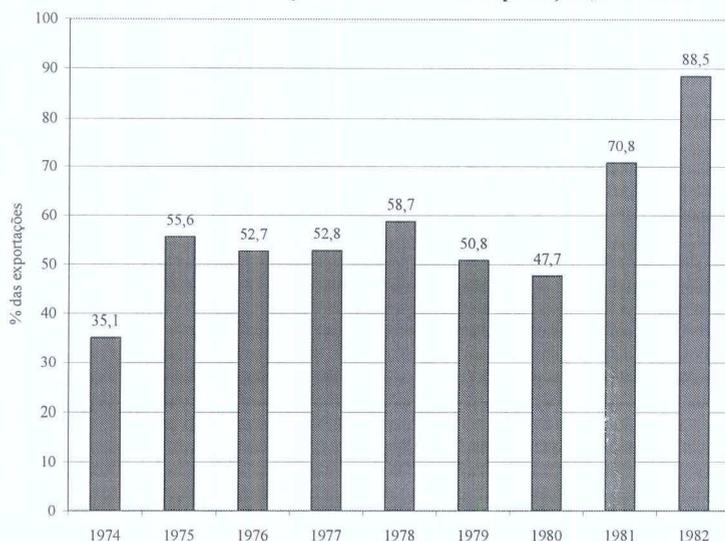
As conseqüências dessas medidas recaíram principalmente sobre a evolução das taxas nominais e reais de juros – em face de taxas nominais cada vez mais altas, o recuo da inflação provocava o aumento das taxas reais.

Já a liberalização financeira externa ocorreu posteriormente, sendo que mesmo com as medidas promovidas no mercado interno a partir de 75, os fluxos externos de capitais se mantiveram controlados até meados de 1979. Destacam-se as seguintes medidas:

- Em 1974 já havia ocorrido uma modificação na legislação cambial para permitir a tomada de empréstimos no exterior por empresas e indivíduos – estendida aos bancos em 1977.
- Desregulamentação do capital estrangeiro através de alocação setorial na mineração, serviços de transporte aéreo e marítimo.
- Redução do encaixe bancário sobre financiamento externo.
- Facilitou-se a entrada dos bancos estrangeiros.
- Fim da restrição quanto ao incremento máximo mensal para obrigações externas dos bancos (provocaram um aumento de três vezes nos créditos externos em 1980).

Do exposto infere-se que a desregulamentação externa ocorreu depois da desregulamentação interna, sem entradas de capitais de curto prazo até 1982. Entretanto, a explosão da entrada de capitais provocou grandes impactos, que podem ser vistos através da evolução do déficit do serviço da dívida em relação às exportações, e da dívida externa, conforme gráficos 3 e 4:

Gráfico 3
Chile: Serviço da Dívida - % das exportações, 1974-1982



Fonte: Foxley (1988:48) - Elaboração Própria

Gráfico 4
Chile: Evolução da dívida externa em US\$ milhões 1973-1982



Fonte: IMF, International Financial Statistics - Elaboração Própria

A entrada de capitais provocou também valorização do câmbio real, contribuindo para o enorme aumento dos déficits comerciais observados a partir de 1978. O resultado foi que o

quadro de insolvência foi percebido pelos agentes externos, que exigiam taxas de juros cada vez mais altas, e provocavam um direcionamento dos capitais para o consumo e para a especulação financeira e imobiliária.

Como consequência da extrema vulnerabilidade das contas externas chilenas, assistimos à crise cambial e à desvalorização forçada de 18% em 1982. A vulnerabilidade também se manifestou no aumento da fragilidade financeira das empresas e bancos, além da fuga de capitais, queda do PIB, aumento do desemprego e aumento da dívida pública devido à estatização da dívida externa.

O resultado das medidas implementadas na década de 70 com vistas à estabilização, privatização e liberalização dos mercados poderia ser considerado bem sucedido, dados os índices de crescimento do PIB e queda da inflação. Entretanto, a sobrevalorização foi responsável por déficits comerciais a partir de 1978, além do aumento da remessa de divisas decorrente da liberalização financeira.

Os resultados das políticas implementadas no período podem ser sintetizados na evolução de alguns agregados macroeconômicos e indicadores sociais, conforme podemos verificar na tabela 1:

Tabela 1 – Chile: Indicadores selecionados (1973-1982)

Indicadores	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Crescimento Econômico	(5,6)	1,0	12,9	3,5	9,9	8,2	8,3	7,8	5,5	(14,1)
Investimento (% PIB)	14,3	25,8	14,0	13,6	14,4	16,5	19,6	23,9	27,6	11,1
Desemprego	-	9,2	16,4	19,9	18,6	17,9	17,7	17,3	15,6	26,1
Capacidade produtiva utilizada	93,3	97,3	79,9	81,4	86,8	90,4	94,8	97,6	99,0	82,6
Formação bruta de capital fixo	14,7	17,4	15,4	12,7	13,3	14,5	15,6	17,6	19,5	15,0
Gasto Social per Capita	-	110,1	82,5	80,1	89,0	86,6	87,5	77,9	72,9	87,9
Índice de Gini	-	0,468	0,484	0,543	0,534	0,534	0,526	0,522	0,531	0,534

Fonte: Foxley (1988) para taxa de desemprego e para o gasto social, French-Davis para formação bruta de capital e capacidade utilizada, e Edwards & Edwards para o restante. Elaboração Própria.

A taxa de crescimento do PIB foi em média de 1,9% entre 1973/82, a formação de capital bruta ficou aquém dos 20% não apresentando tendência acentuada de crescimento durante o período analisado, e os níveis de desemprego continuaram acentuadamente altos,

experimentando uma explosão no ano de 1982. Observou-se um aumento na concentração de renda e redução dos gastos com políticas sociais, aumentando o percentual de famílias pobres de 30% para 40%.

O período subsequente à crise de 1982 foi de busca da recuperação através de medidas de política econômica. Durante 1982-83 foram implementadas medidas de redução da lacuna entre gastos e produto através de uma desvalorização cambial, sendo que ainda não havia definição sobre qual seria a política cambial no futuro próximo. Os impactos foram severos na economia real no período 1982-83, com grande queda do produto, aumento do desemprego e queda do salário real. Entretanto a resposta do ajuste foi uma redução do desequilíbrio externo, principalmente através da redução das importações – apesar de não ter sido observado aumento nas exportações.

Várias medidas foram implementadas para equilibrar os gastos ao produto, dentre elas uma nova desvalorização cambial em 1984 e a uniformização das tarifas de importação. Segundo Ffrench-Davis (1999), o governo partiu para uma estratégia mais pragmática em relação às políticas, atuando com o objetivo de aumentar as exportações, a poupança interna e fortalecer os setores financeiro e corporativo.

Como medidas de incentivo às exportações, o governo adotou as desvalorizações decorrentes da restrição ao financiamento externo, estabilizando o câmbio em nível competitivo e reduzindo as tarifas de importação, sem recuperar os níveis de 79-82. Adotou também incentivos, além do *drawback* para as exportações que utilizassem insumos importados. Ffrench-Davis (2002) caracteriza essas medidas como uma segunda reforma comercial, que produziu impactos líquidos mais positivos que a reforma implementada em 1973, visto que a desvalorização cambial abriu espaço para a recuperação da produção de alguns produtos que haviam sido substituídos por insumos importados na década de 70.

Para a poupança interna, houve implementação de uma reforma tributária em 1984, cujas características de aumento dos salários públicos abaixo da inflação e corte de gastos provocaram uma redução do déficit em relação ao PIB e manutenção de uma situação equilibrada em 1988.

Finalmente, as empresas privadas financeiras apresentaram uma situação bastante delicada em decorrência das altas taxas de juros, contração econômica e desvalorização

cambial – que aumentou suas dívidas em moeda nacional. Estes fatores, somados à pouca transparência bancária que caracterizava a economia chilena, proporcionaram o surgimento de uma crise financeira no ano de 1983, que obrigou o governo a intervir nas empresas. A ação do governo se concretizou em um programa de ajuda a bancos e devedores locais, que incluía, entre outras medidas, a utilização de um câmbio especial para conversão das dívidas em moeda estrangeira e linhas de crédito com taxas subsidiadas. Devido aos problemas de transparência e organização do sistema bancário, houve também foco na regulação bancária. Outra informação relevante sobre as medidas de impacto no setor privado foi a desestatização de mais 46 empresas, de forma bem rápida e seguindo as tendências da década anterior.

As medidas de incentivo às exportações, aumento da poupança interna e fortalecimento dos setores financeiro e corporativo acima destacadas fizeram com que, a partir de 1986, a economia chilena experimentasse anos de forte recuperação econômica, além da melhora nas contas externas. Contribuíram para esse resultado a melhora significativa das exportações - que aumentaram em um ritmo de 10% ao ano, a redução das taxas de juros internacionais, a melhora dos termos de troca desde o fim de 1987, além da política expansionista praticada a partir de 1987 – mesmo que com fins eleitorais. Esta expansão ocorreu, entretanto, com aumento da utilização da capacidade ociosa e com baixa taxa de inversão.

É possível admitir que, em que pese à recuperação apresentada pela economia chilena na década de 90, o crescimento médio do PIB no período 1974-89 alcançou menos de 3% ao ano, contra 4,9% dos anos 60. A inflação média anual se reduziu, mas aumentou bruscamente em 1989. Houve queda constante do desemprego, com aumento dos salários reais, mas os últimos ainda não haviam alcançado os níveis registrados em 1970. E para completar o quadro, a distribuição desigual de renda e riqueza, somada aos níveis reduzidos de poupança e investimento e à vulnerabilidade aos choques externos nos fazem inferir que, apesar de todo o esforço empreendido pelas medidas liberalizantes e de busca da estabilidade, a economia chilena se apresentava no final da década de 80, aquém do que se poderia considerar um país de crescimento sustentável, estável e equitativo.

1.2 – O mercado financeiro chileno – desenvolvimento anterior a 1990.

Expostas as principais transformações e características do cenário macroeconômico chileno que antecederam a década de 90, faz-se necessário apresentar algumas observações sobre a trajetória do mercado financeiro chileno das décadas de 70 e 80.

As políticas relativas ao sistema financeiro chileno são, segundo Gallego e Loayza (2000) uma combinação dos elementos históricos e da extensão do modelo geral de desenvolvimento seguido pelo país em cada período da sua trajetória histórica.

De uma maneira geral, o período anterior a 1973 foi marcado pela repressão financeira, no qual não somente o Chile, mas outros países da América Latina viveram com a predominância de taxas de juros controladas, restrições quantitativas de crédito, alocação de crédito para setores prioritários e grande incidência de instituições financeiras e bancos estatais².

Já o período subsequente (1974-81), foi marcado pela liberalização financeira, conforme já exposto no item anterior. Neste período houve remoção da maioria das regulações que afetavam o setor bancário, assim como a privatização dos bancos estatais. Este último aspecto é considerado um componente importante da liberalização financeira, visto que os compradores emprestaram até 90% do valor de venda dos bancos do próprio governo para a compra.

Este período também foi marcado por várias reformas em outros mercados de capitais, tais como seguros, *bonds* e ações. Dentre essas medidas, devem ser destacadas aquelas destinadas à regulação dos mercados de capitais, como por exemplo, a obrigatoriedade de transparência de informações, leis de proteção a acionistas minoritários e medidas de proteção contra o uso de informações privilegiadas.

É importante destacar que em 1980 ocorreu a liberação das taxas de juros do mercado de seguros em concomitância com a implementação de medidas de regulação prudencial. Neste mesmo ano passaram a operar também os fundos de pensão, que funcionavam através do gerenciamento de instituições privadas.

² Note-se que a repressão financeira no Chile iniciou-se principalmente após a crise de 1930. No período anterior, o setor financeiro chileno poderia ser considerado relativamente livre e desenvolvido.

Destaca neste período que, em contraste com as medidas de regulação prudencial estabelecidas para o mercado de capitais, o mercado bancário apresentou uma lacuna no que diz respeito ao desenvolvimento de um sistema bem regulado e supervisionado. Esta observação se agrava quando se considera que havia garantia do Estado para os depósitos, além do grande nível de endividamento observado nos bancos privados que adquiriram aqueles de propriedade estatal, sendo que muitos destes bancos privados eram de propriedade de conglomerados já bastante endividados. Estes fatores foram decisivos para o surgimento de uma crise bancária.

Este foi o panorama que marcou o período de 1982-84. Além dos potenciais problemas de *Moral Hazard* que se agravavam na década de 70, os bancos passaram a sofrer com o descasamento de prazos de seus ativos e passivos, condição agravada pelo choque das taxas de juros internacionais e pela desvalorização da moeda chilena. Estes fatos provocaram uma piora na qualidade do portfólio de alguns bancos, tornando-os insolventes. Apesar de o cenário macroeconômico não ser favorável – o que era previsível – os bancos fizeram pouco para melhorarem sua situação, contando com a ajuda do governo. O governo realmente realizou intervenções em 21 instituições que representavam 35% do portfólio do setor bancário. A maioria das instituições foi liquidada e o restante reabilitado e privatizado. O Estado acabou arcando com uma parte significativa dos custos associados à crise bancária de 1982.

O período seguinte (1985-90) acabou se caracterizando pelo desenvolvimento de instrumentos de regulação prudencial para os bancos e aumento da capacidade de supervisão do Estado. O mesmo aconteceu para o mercado de capitais, que aperfeiçoou o arcabouço regulatório neste período. Uma nova lei aumentou a responsabilidade privada sobre empreendimentos mal sucedidos, além da permissão para que fundos de pensão adquirissem partes de empresas nacionais.

Este período também apresentou privatização das grandes estatais (telecomunicações, minas e energia), recapitalização dos bancos auxiliados pelo governo, que proporcionaram o desenvolvimento do mercado de ações e dos fundos de pensão – que são os maiores investidores institucionais no Chile. Com isso, houve um aumento da extensão da propriedade do capital através da sociedade.

O próximo item visa à exposição dos principais resultados do sistema financeiro chileno, através de observações sobre o setor bancário, mercado de ações e outros segmentos do mercado de capitais.

1.3 – Performance do mercado financeiro chileno – décadas de 70 e 80.

O sistema financeiro chileno apresentou um grande crescimento a partir da metade dos anos 70, principalmente no setor bancário (apesar de ter ocorrido também no mercado de ações). Já o mercado de títulos apresentou crescimento maior na década de 80. Apesar de ter apresentado mudança de composição e estrutura além do tamanho, é importante observar que o processo apresentou *booms* temporários, como a crise bancária de 1982.

Houve aumento do tamanho do setor bancário – medido através da proporção entre ativos financeiros e PIB – a partir de 1977, com uma correção negativa na metade de década de 80.

Considerando o crédito concedido pelos bancos comerciais como parâmetro da atividade do setor bancário, observa-se para o crédito uma evolução similar ao tamanho do setor – crescimento sustentado de 1974 a 1982, reversão de 1982 a 1988 e novo crescimento a partir de 1991. É importante ressaltar que a reversão na década de 80 se deve à correção do *boom* de crédito que havia se tornado insustentável, e não necessariamente expressa aspectos relevantes do desenvolvimento do setor bancário.

A eficiência do setor bancário se expressa através da análise de um indicador dos custos fixos e margens brutas do setor, que apresentam grandes quedas na década de 70, principalmente no período da liberalização financeira.

O mercado de ações apresentou aumento de tamanho através da comparação da sua capitalização com o PIB. Entretanto, esse aumento se tornou intenso apenas a partir da década de 90.

Através da observação do valor comercializado para as ações comparado com o PIB, observa-se um grande aumento da atividade do mercado de ações – gradual na década de 70, mas com grande força na década de 80.

Apesar de os fundos de pensão tornarem-se administrados a partir de 1981, o grande crescimento deste segmento se deu principalmente após a década de 90. É possível afirmar que no período anterior à década de 90, os fundos de pensão apresentavam grandes índices de retorno, mas com aumento dos custos operacionais.

O mercado de títulos caracteriza-se pelo grande dinamismo do mercado de títulos públicos, principalmente do Banco Central, dos títulos imobiliários e corporativos. Os títulos públicos e os corporativos se destacaram mais a partir da década de 90, enquanto os títulos imobiliários se desenvolveram na década de 80.

1.4 – A economia chilena na década de 90: principais medidas pós-transição democrática

A economia chilena foi pioneira na América Latina ao promover medidas de transição para uma economia de livre mercado ainda na década de 70. Várias políticas foram implementadas e o país iniciou a década de 90 como uma das economias mais vigorosas da América Latina. Os principais indicadores macroeconômicos evidenciavam esse momento, sendo que além da aceleração do crescimento, também foi possível observar o aumento das taxas de investimento, redução da inflação e do desemprego, além de fortalecimento da posição externa.

Esse cenário positivo fez com que as atenções da comunidade internacional se voltassem para o Chile, o que se intensificou a partir da década de 90, quando ocorreu a transição democrática depois de 16 anos de regime autoritário.

A década de 90 começa com a herança do regime militar - baixo crescimento médio no período 1974-89, redução da inflação (mesmo que com aumento no final da década de 80), queda do desemprego e aumento dos salários reais. Entretanto, segundo Ffrench-Davis (1998), a distribuição desigual da renda e os altos níveis de pobreza, aliados aos ainda baixos níveis de investimento e poupança fizeram com que a economia chilena se mantivesse suscetível e vulnerável a choques externos, de modo que no fim do regime militar o país ainda estivesse longe de alcançar um crescimento sustentável e equitativo.

De acordo com Sapelli (2000), nesse período passou-se a defender as políticas de continuidade, como uma forma de alinhamento à economia de mercado, assim como da legitimação da sua adoção por parte do governo. Assim, no primeiro ano de governo foram implementadas várias medidas, consolidadas em duas principais frentes: os novos programas sociais e a reforma das leis trabalhistas. Apesar de estas reformas terem sido consideradas custosas para o governo no momento inicial, as mesmas foram justificadas como uma maneira encontrada de garantir a estabilidade das regras do jogo econômico pelo resto de seu mandato, ou seja, tentou minimizar efeitos negativos no investimento privado decorrentes de incertezas quanto às políticas a serem implementadas.

Havia incerteza também quanto à política externa no que tange às tarifas de importação. Ao contrário do que se esperava, o governo atuou cortando tarifas, o que gerou um impacto bastante positivo nas expectativas, visto que mostrou o comprometimento do governo com o aprofundamento da abertura. É importante destacar que os acordos bilaterais firmados nesse período atuaram no sentido oposto, ou seja, de aumentar a proteção efetiva em vários setores.

Segundo Ffrench-Davis (2002), a política comercial da década de 90 atuou no mesmo sentido daquela implementada na década de 80, provocando resultados bastante satisfatórios no que diz respeito ao aumento das exportações, que ocorreu de forma paralela ao crescimento do PIB. Nesse sentido, a característica mais marcante da política comercial chilena da década de 90 foi a busca de novos mercados comerciais para aumentar as exportações.

Apesar do ambiente institucional que regia as finanças internacionais já no início da década de 90, o governo buscou evitar, pelo menos no início da transição, um conflito entre as metas sociais e macroeconômicas. Por essa razão, houve um aumento do gasto público direcionado aos setores sociais, além de um aumento no salário mínimo real.

O período de transição para a década de 90 foi marcado pelo aumento da arrecadação fiscal em virtude da reforma tributária, do crescimento econômico e aumento das importações, do aumento do preço do cobre e da redução da sonegação de impostos. Apesar disso, as contas públicas sofriam com perdas nas operações de mercado aberto do

Banco Central, além de perdas herdadas de operações de resgates de bancos ocorridas nos anos 80.

As autoridades chilenas concluíram que não era suficiente possuir um Banco Central independente, sendo que seria necessário que houvesse uma maior sinalização quanto ao compromisso dessa instituição com taxas baixas de inflação. O período de transição foi bastante delicado, pois além do crescimento, o processo eleitoral foi responsável pelo aumento da emissão monetária e do consumo doméstico, fazendo com que o processo inflacionário alcançasse dimensão significativa. Sendo assim, implementou-se uma política de contração monetária no início dos anos 90, através do aumento das taxas de juros *ex ante* dos títulos do governo. O efeito foi bastante custoso para as taxas de crescimento, mas foi bastante satisfatório no que concerne ao compromisso com a estabilidade macroeconômica.

O Banco Central chileno tornou-se independente no ano de 1989, medida atribuída à tradição chilena de alta inflação. O comitê do Banco Central é composto por cinco membros nomeados pelo presidente e aprovados pelo senado. O mandato é de 10 anos e os membros não podem ser removidos pelo governo. Além disso, o Ministro das Finanças possui o direito de participar das reuniões do comitê, mas não tem poder de voto.

No ano de 1991 o Banco Central decidiu implementar metas de inflação, com o objetivo de conseguir uma queda persistente e gradual dos índices de preços³.

Sob o ponto de vista das crises e da redução da vulnerabilidade, Urriola (2000) argumenta que o novo governo tinha como metas a redução da inflação e a manutenção dos déficits de conta corrente da balança de pagamentos em níveis aceitáveis. Essas metas estavam alinhadas com o objetivo de atingir solidez e solvência no sistema financeiro, reduzir os compromissos financeiros externos, aumentar as taxas de emprego, assim como as de investimento e poupança, além da manutenção dos salários reais num curso crescente e de acordo com o aumento da produtividade.

³ De uma maneira geral, o objetivo foi bem sucedido, como será observado no item de indicadores macroeconômicos.

Para atingir esses objetivos, o governo utilizou instrumentos tradicionais, mas sob a orientação de um arcabouço diferente no que diz respeito à política macroeconômica, que tinha como foco: conceder ao mercado um papel crescente na determinação de preços, promover a liberalização no contexto da globalização, flexibilizar a implementação de políticas que contemplassem médio e longo prazos, além de levar a volatilidade e os compromissos externos a níveis mínimos. Foram tomadas as seguintes medidas:

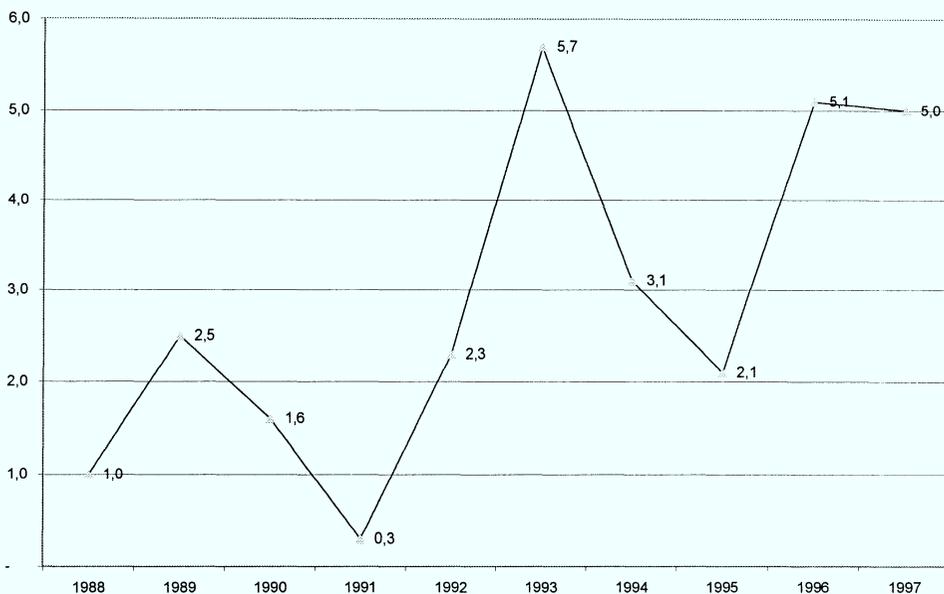
- Redução do tempo mínimo de repatriação do capital para não residentes de 3 anos para 1 ano.
- As companhias nacionais foram autorizadas a vender ações no mercado internacional.
- Liberação do pré-pagamento de dívida estrangeira.
- Liberação do percentual mínimo de crédito estrangeiro ligado ao investimento direto externo.

Essas medidas tinham como objetivo atrair capitais estrangeiros e foram implementadas num momento em que a poupança interna não atingia nem 20% do PIB. Houve uma melhora na percepção dos agentes externos, expressa pela melhoria da avaliação das agências de *rating*, além da redução das taxas de juros nos países industrializados e do aumento do investimento direto estrangeiro nos países emergentes. As taxas de juros foram mantidas acima do nível internacional com a justificativa de aumentar a poupança e a atrair capitais estrangeiros.

Entre 1992 e 1994, o aumento do fluxo de entrada de capitais de curto prazo passou a ser um problema para a balança de transações correntes, conforme pode ser observado no gráfico 5, pois todo o processo foi baseado em investimentos de curto prazo e não no aumento das exportações ou investimentos de longo prazo. Nesse sentido, implementaram-se políticas de esterilização⁴.

⁴ Urriola (2000) também caracteriza esta política como se atuassem no sentido de desencorajar outras políticas de entradas de capitais.

Gráfico 5
Chile: Déficit de conta corrente (% PIB), 1988-1997



Fonte: Banco Central do Chile – Elaboração Própria

O Banco Central foi forçado a exercer um papel importante na acumulação de divisas, tanto para manter o nível de reservas internacionais, como para evitar a entrada de capitais - que estava tornando-se excessivamente perigosa para o resultado da balança de transações correntes. Obviamente o Banco Central sofreu com as perdas decorrentes da diferença entre a taxa de juros dos mercados internacionais onde estavam localizadas as reservas do país, e a taxa utilizada para pagar a dívida interna, medidas que foram necessárias para esterilizar os impactos decorrentes da acumulação de reservas internacionais. Urriola (2000) argumenta assim que, apesar de se manter o esquema de liberalização do mercado de capitais, o mesmo buscava desencorajar os fluxos de curto prazo com vistas à redução da volatilidade e também para evitar o surgimento de bolhas nos mercados de ações de longo prazo e renda fixa.

Urriola (2000) também discorre sobre os mecanismos e instrumentos de regulação que acompanharam as medidas de liberalização do mercado financeiro na década de 90. A primeira observação refere-se à criação de um controle sobre o câmbio criado ainda em 1989, que regula a ação de importadores e exportadores, excluindo-se transações não

comerciais. Faz parte desta norma – chamada de *International Exchange Standards* – a regulação dos investimentos e as contribuições de capital ou crédito estrangeiro, sendo sua especificação e aplicação de responsabilidade do Banco Central do Chile.

Entre as restrições mais importantes colocadas por esta norma está a questão da repatriação do capital, que não pode ocorrer em prazo inferior a um ano, exceto pelos dividendos, que podem ser repatriados a qualquer momento. Outra política designada a desencorajar os “sparrow capitals” – capital de curto prazo e especulativo – é a obrigatoriedade de haver uma reserva de caixa para os créditos trazidos para o país, que varia de 0 a 30% dos fluxos. Trata-se de um depósito no Banco Central, não remunerado, e na moeda do empréstimo, sendo que a recuperação não ocorre em menos de um ano.

Essa política era justificada pelo Banco Central do Chile como uma forma de lidar com o aumento expressivo dos fluxos de capital e a importância que os mesmos haviam adquirido, além de ser parte da tarefa de estabilização inerente à sua atuação como Banco Central. Além disso, o manejo das políticas monetária e cambial se tornaria extremamente complexo em um ambiente de permissividade em relação aos fluxos de capital internacional – o que poderia provocar impactos negativos no objetivo de atingir as metas internas e externas.

A exigência de reservas desempenhou um papel preventivo importante, visto que atuaram de maneira pró-cíclica. Em outras palavras – quando o fluxo estava alto, as exigências de reserva eram altas e quando os fluxos se reduziram em decorrência da crise asiática, as exigências de reservas foram reduzidas ou suprimidas. Além disso, as reservas atuaram como uma espécie de “taxação” sobre o capital externo, evitando arbitragem sobre diferenciais de taxas de juros. Finalmente, permitiu maior liberdade na gestão da taxa de juros doméstica.

O resultado dessas medidas foi um aumento da participação do capital de risco, comparadas com a dívida externa, além do aumento da participação dos fluxos de longo prazo, comparados com os de curto prazo.

1.5 – O mercado financeiro chileno na década de 90

A década de 90 foi marcada pelo grande crescimento do mercado de ações no Chile. Segundo Gallego e Loayza (2000), é importante observar que o movimento do mercado de capitais chileno ocorreu na forma de um “boom”, ou seja, não foi resultante de políticas macroeconômicas graduais que objetivassem a mudança de composição do mercado financeiro. Assim como o “boom” de crédito bancário ocorrido no início da década de 90, a expansão do mercado de ações também foi parcialmente revertida.

A atividade bancária experimentou um crescimento moderado e regular, seguindo o arcabouço regulatório criado no final dos anos 80, mas acompanhou o rápido crescimento de outros setores financeiros – principalmente títulos e ações. Quanto à eficiência do sistema bancário, Gallego e Loayza (2000) propõem um indicador através dos custos de operação e margens brutas dos bancos. Na década de 90 observa-se estabilidade destes índices em relação ao observado desde a liberalização da década de 70, quando ambos caíram. Segundo os autores, trata-se do alto grau de competição entre as instituições, que fez com que as margens de lucro caíssem.

O mercado de ações chileno sofreu uma grande expansão, tornando-se mais representativo para a economia chilena. Utilizando-se como parâmetro o índice de valor negociado em relação ao PIB, proposto por Demirguc-Kunt e Levine (1999), houve um aumento gradual da atividade do setor nas décadas de 70 e 80, sendo que o pico foi observado em 1995, quando o mesmo atingiu 17% do PIB. É importante salientar que, apesar do grande crescimento, o mercado de ações chileno ainda é considerado pouco desenvolvido se for considerada a média mundial deste índice.

A expansão observada na década de 90 é resultado de medidas liberalizantes, que permitiram às empresas com bom *rating* emitirem títulos no mercado externo, o que significa que o mercado de ações externo passou a ter grande importância para essas empresas também. É importante observar que, devido aos custos de emissão de ações no exterior, as pequenas e médias empresas se mantiveram no mercado local, ainda relativamente ilíquido.

Os fundos de pensão passaram a ser administrados pelas companhias de gerenciamento de fundos de pensão, num sistema de contas capitalizadas individualmente.

Desde a sua criação, em 1981, este sistema surtiu um efeito bastante positivo no desenvolvimento de outros setores financeiros. Na década de 90, os ativos dos fundos de pensão atingiram 40% do PIB chileno. Entre os principais instrumentos utilizados pelos fundos destacam-se os títulos públicos, além de ações do mercado mobiliário.

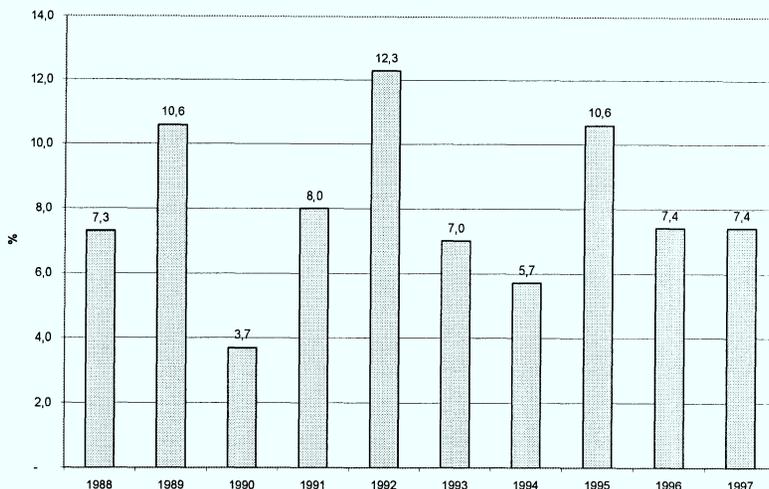
Gallego e Loayza (2000) destacam que o segmento de seguros de vida foi bastante beneficiado pelo crescimento dos fundos de pensão, em virtude do requerimento implícito dos fundos de pensão em contratarem seguros para todos os contribuintes.

Quanto ao mercado de títulos, nota-se um grande salto na parcela referente à dívida pública, visto que a partir da década de 90 o governo passou a utilizar-se de políticas de esterilização para atenuar os efeitos da grande entrada de fluxos externos. A mesma tendência foi mostrada pelos títulos mobiliários e corporativos, que mostraram crescimento na década de 90.

1.6 - Indicadores macroeconômicos

O Chile iniciou uma trajetória de crescimento econômico notável desde a década de 80, o que continuou bastante visível após a transição democrática. De acordo com Vergara (2002), o crescimento econômico veio acompanhado por uma mudança drástica nos padrões de vida da população chilena, que pode ser vista através dos indicadores sociais. Estes mostram aumento da expectativa de vida, diminuição da mortalidade infantil, do analfabetismo, aumento do acesso à água potável, dentre outros.

Gráfico 7
Chile: Crescimento PIB, 1988-1997



Fonte: Banco Central do Chile – Elaboração própria.

Mesmo assim, o desemprego manteve-se nos mesmos patamares do final da década de 80, apesar de permanecer bem mais baixo que a média dos anos 80. Isso mostra que apesar da intenção do governo de transição de equacionar as políticas macroeconômica e social, o desemprego não recuou, mantendo níveis pré-transição.

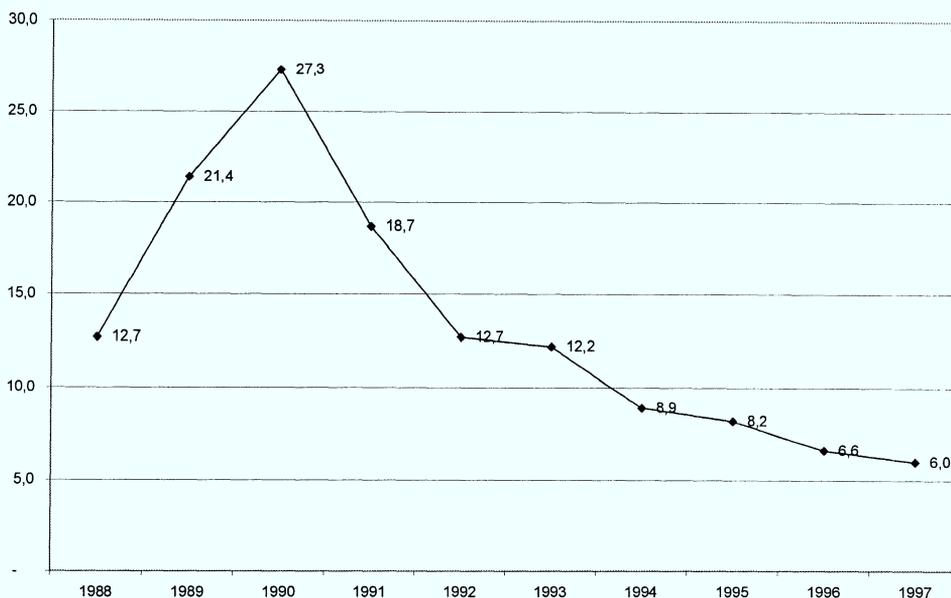
Tabela 2: Chile – Desemprego, 1988 - 1997

Indicador	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Desemprego	9,9	8,0	7,8	8,2	6,7	6,5	7,8	7,4	6,5	6,1

Fonte: Banco Central do Chile – Elaboração própria

Conforme visto no item anterior, as políticas implementadas no que diz respeito ao combate da inflação também geraram efeitos satisfatórios. A principal medida nesse sentido é a independência do Banco Central, que estabeleceu metas inflacionárias.

Gráfico 8
Chile: Inflação (%) - 1988 - 1997



Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração Própria.

A primeira metade da década de 90 foi igualmente marcada pela manutenção das taxas de poupança e aumento das taxas de formação bruta de capital fixo, que podem ser observados na tabela abaixo:

Tabela 3: Chile – Poupança x Formação Bruta de Capital Fixo (%PIB) – 1988 - 1997

Indicador	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Poupança (%PIB)	22,3	23,3	23,2	22,3	21,5	20,9	21,1	23,8	21,2	21,6
Formação Bruta de Capital Fixo (% PIB)	20,8	24,5	24,2	22,4	24,7	27,2	27,4	30,6	31,0	32,2

Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração Própria.

1.7 - Considerações finais sobre a economia chilena no período pré-crise dos anos 90

Apresentadas as principais características e principais transformações da economia chilena na década de 90, é possível inferir algumas conclusões sobre o desempenho econômico do país e como a economia respondeu às medidas liberalizantes.

As medidas implementadas na década de 70 já sinalizavam o processo de desregulamentação e liberalização dos mercados, que no Chile iniciou-se de maneira precoce se comparado com os outros países da América Latina. Destacam-se como

principais características das décadas de 70 e 80 o esforço de estabilização, as privatizações e a desregulamentação financeira, que ocorreu primeiro para o mercado interno e subseqüentemente para o mercado externo.

O sistema financeiro encerra a década de 80 ainda com problemas de descasamento de prazos entre ativos e passivos dos bancos, e a economia real também não apresenta desempenho satisfatório, exibindo baixo crescimento médio no período de 70 a 90, problemas de distribuição de renda e riqueza e desemprego. Neste período, não foi possível observar a presença de controles significativos à entrada e saída de capitais, sendo que, pelo contrário, observaram-se medidas de desregulamentação e liberalização.

Entretanto, a partir da década de 90 o crescimento passa a responder de maneira mais positiva às novas políticas implementadas pelo governo democrático. A atenção dada aos objetivos de estabilidade passa a chamar a atenção da comunidade internacional e o governo sinaliza como principais metas o controle inflacionário e do déficit de transações correntes.

E de fato foram tomadas medidas sinalizadoras, destacando-se a independência do Banco Central Chileno, o estabelecimento de metas inflacionárias e os controles de capitais. No caso chileno, a importância dos controles no período pré-crise não parece tão evidente, visto que não se observam grandes problemas econômicos ou vulnerabilidades aparentes. Entretanto, o papel desses controles foi fundamental no sentido de não revelar a vulnerabilidade que poderia surgir com os fluxos de capitais de curto prazo crescentes. Em que pese a redução da vulnerabilidade, o resultado mais importante e notável dos controles chilenos foi o de proporcionar uma autonomia relativa na condução das políticas macroeconômicas domésticas, fazendo com que as taxas de juros internacionais não condicionassem a formação da taxa doméstica, o que pode ser comprovado quando verifica-se que as taxas de juros reais chilenas tiveram como pico o patamar de 9% no ano de 1989 e foram sendo reduzidas para níveis abaixo dos 7% nos anos seguintes⁵.

Obviamente, os controles de capitais não conseguiram sanar todos os problemas decorrentes de um processo de liberalização econômica. A década de 90 foi o cenário de

⁵ Fonte: FMI

um grande crescimento da dívida pública - resultado das políticas de esterilização executadas pelo governo com vistas a atenuar os efeitos da entrada de capitais.

Feitas as observações acima, é possível inferir que a economia chilena apresentou crescimento com estabilidade nos primeiros anos da década de 90, promovendo medidas liberalizantes em concomitância com outras de redução da vulnerabilidade e sinalização de comprometimento com as metas de estabilização. Por último, deve-se salientar a importância dos instrumentos de controles de capitais, que proporcionaram a autonomia das políticas domésticas, além de auxiliarem na atenuação dos efeitos do processo liberalizante.

2 – Malásia – Do Acordo do Plaza à crise de 1997

Faz-se necessário recuperar algumas peculiaridades referentes ao desenvolvimento econômico da Malásia e estrutura do mercado financeiro que se apresentava no período imediatamente anterior à liberalização da década de 90. No caso da Malásia, é pertinente resgatar a trajetória do país desde a década de 80, período bastante peculiar no que diz respeito às transformações na estrutura econômica e política do país, assim como período em que teve lugar o Acordo do Plaza, que provocou impactos consideráveis na economia malaia. A exposição ocorrerá novamente em dois períodos: o primeiro deles corresponde aos anos 80 – mais precisamente a segunda metade da década, sendo que o segundo período abrange a década de 90, especificamente até o período que antecede a crise asiática.

2.1 – Transformações econômicas na década de 80 – Impactos do Acordo do Plaza

A Malásia é um país relativamente novo cuja independência em relação à colonização inglesa ocorreu em 1957. O país teve como primeiro ministro durante 22 anos Mahathir Mohamad, que renunciou em outubro de 2003. Atribui-se a renúncia ao receio de Mahathir de ter o mesmo destino que o ditador Suharto, que caiu em 1998. Sua economia é considerada uma das mais abertas do mundo, processo que se intensificou ao longo dos anos e que pode ser exemplificado através da sua dependência em relação às exportações, que em 1996 representavam 100,3% do PNB do país. É um dos exemplos utilizados pelo FMI e pelo Banco Mundial como paradigma de desenvolvimento originado pela visão orientada para o exterior – *outward looking*.

Essa orientação rendeu dividendos preciosos ao país, que manteve taxas expressivas de crescimento nas décadas de 70 e 80, além de conseguir promover um processo de distribuição equitativa dos rendimentos e manter os preços internos estáveis, conforme podemos observar na tabela número 4. Notável também foi a manutenção das taxas de desemprego em níveis considerados baixos e estáveis – a taxa oscilou em torno dos 6% durante a década de 80. Entretanto, a abertura trouxe os constrangimentos referentes à vulnerabilidade diante dos acontecimentos externos, assim como a necessidade de se praticar políticas macroeconômicas que soassem com a finalidade de adquirir credibilidade, tais como a disciplina fiscal e prudência monetária.

Tabela 4: Malásia – Indicadores Seleccionados, 1976-1990

Indicadores Econômicos	1976-1980	1981-1985	1986-1990
Crescimento PIB	8,6	5,2	6,9
Investimento Doméstico/PIB	0,25	0,33	0,27
Inflação	4,5	4,7	1,8

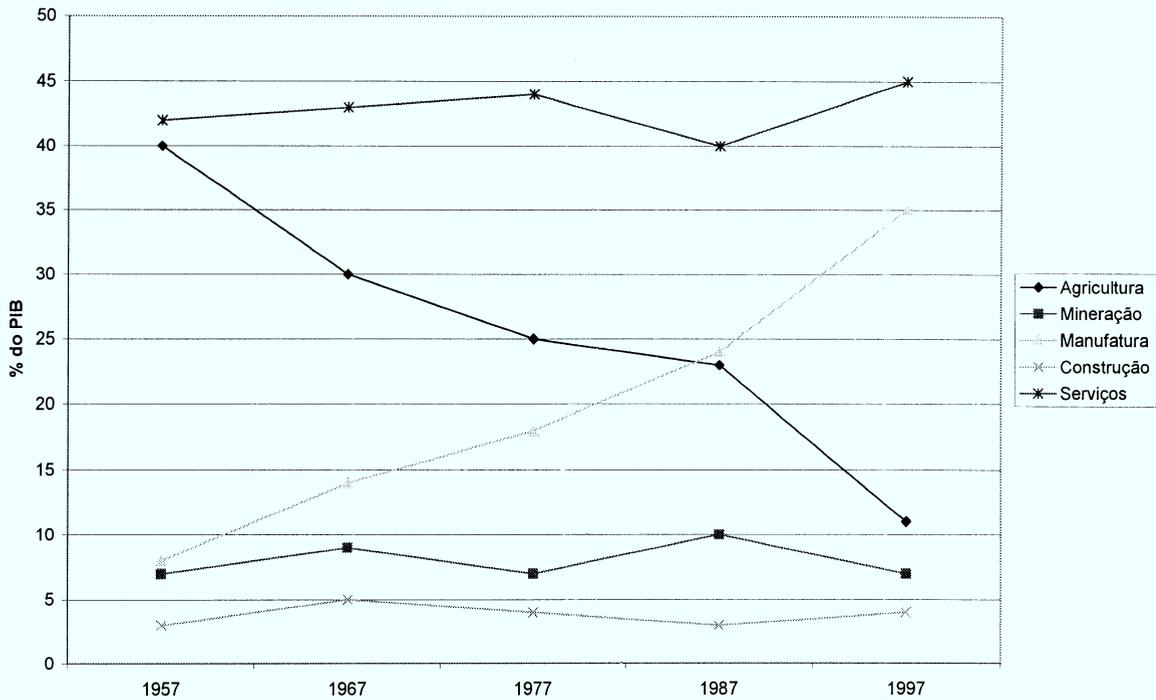
Fonte: FMI. Elaboração Própria.

A década de 80 começou com a ascensão de Mohathir ao poder, o que traria uma nova configuração para a estrutura da economia malaia. Os cinco primeiros anos da década foram marcados pelo aumento da intervenção estatal com vistas à promoção da industrialização pesada e da imitação dos sogososhas⁶ japoneses. Ao mesmo tempo, o cenário econômico internacional, o segundo choque do petróleo e o choque de juros promovido pela política monetária de Paul Volcker nos Estados Unidos foram extremamente prejudiciais à Malásia ao provocarem a queda dos preços das suas *commodities* e os volumes de exportações.

A mudança da estrutura econômica pode ser ratificada ao se observar evolução da composição do Produto Interno Bruto do país (gráfico 9). Verifica-se uma tendência de transformação crescente e dramática da composição setorial, caracterizada por um grande aumento da participação dos manufaturados e queda brusca da participação da agricultura, que no momento da independência do país contribuía com aproximadamente 40% do PIB, contra 11% em 1997.

⁶ Conglomerados japoneses

Gráfico 9
Malásia: Contribuição Setorial para o PIB (%), 1957-1997



Fonte: IUJ Research Institute Working Paper – The Malaysian Economy: Performance, Uncertainties and Challenges. Elaboração própria.

Como forma de alinhamento à política de industrialização pesada, o governo promoveu uma segunda onda de substituição de importações, além da implementação de *joint-ventures* com empresas japonesas e empreendimentos HICOM⁷, utilizando financiamentos do governo japonês a taxas de juros bastante baixas.

Esse primeiro período sofreu uma inflexão em 1984, quando se iniciou um processo de mudança na intervenção estatal, caracterizado por reforma fiscal regressiva, cortes nos gastos públicos, privatizações, desregulamentação e liberalização financeira. Com isso, inicia-se uma fase de liberalização guiada pelo Consenso de Washington, na qual Mahathir promoveu medidas que visavam o aumento dos investimentos estrangeiros destinados a

⁷ Corporação da indústria pesada da Malásia

manufaturas para exportação, além de encorajar a implementação de indústrias de alto valor agregado, com grande desenvolvimento de habilidades e atualização tecnológica.

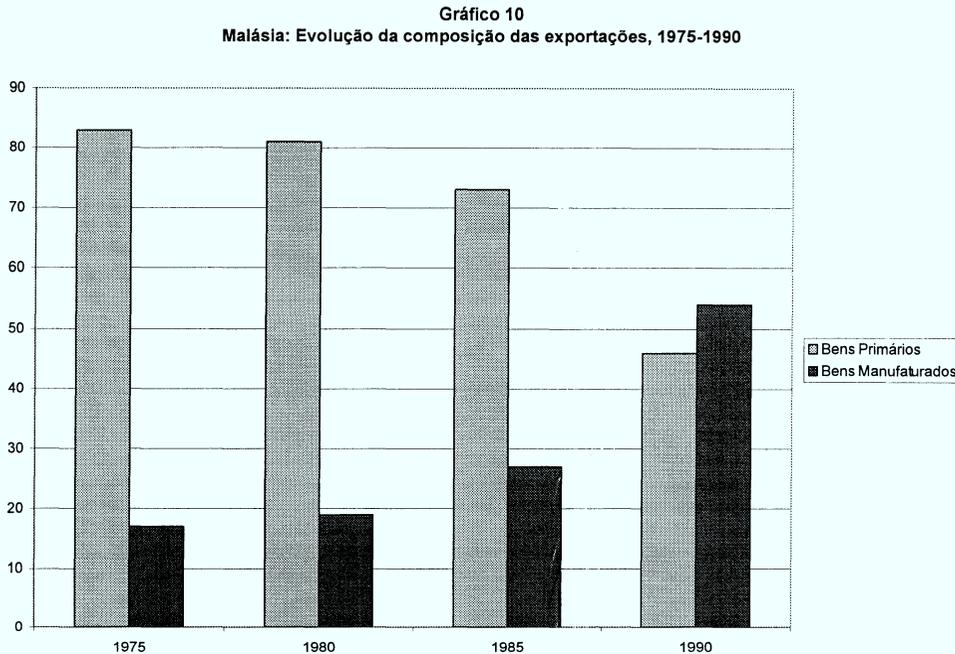
Entretanto, o ano de 1985 foi marcado pelo início de uma severa recessão no país, atribuída à pobre performance das empresas estatais, à dívida externa pesada, à sobrevalorização da moeda malaia – o *ringgit* – além da depressão dos mercados de *commodities*.

Esse era o cenário que se verificava na Malásia em 1985, quando os países do G-7 se reuniram e decidiram valorizar o Yen japonês em relação ao dólar americano, o que ficou conhecido como Acordo do Plaza. Em termos práticos, esse acordo visava evitar um colapso da indústria e da Balança Comercial dos Estados Unidos, que havia perdido competitividade para países europeus e principalmente para o Japão, consequência da política do dólar forte. Segundo Torres (1997), o Acordo do Plaza foi uma reação norte-americana aos mega-superávits acumulados pelo Japão no início da década de 80. A redução dos preços do petróleo e a valorização do dólar fizeram com que o Japão se tornasse o maior credor líquido dos Estados Unidos entre as nações desenvolvidas, o que representava uma ameaça à liderança das indústrias americanas, principalmente a automobilística e computadores.

O superávit japonês somou-se à dependência dos Estados Unidos em relação ao financiamento de capitais japoneses de longo prazo, cenário que denotava uma ameaça japonesa ao poder hegemônico dos Estados Unidos. Nesse sentido, o Acordo do Plaza valorizou a moeda dos concorrentes dos Estados Unidos e no caso específico do Japão, gerou prejuízos a exportadores que estavam demasiadamente expostos no mercado americano, forçando a internacionalização das suas indústrias e de seus capitais, além da imposição de políticas expansionistas que fizessem frente ao choque externo.

A valorização da moeda japonesa, assim como das moedas dos tigres asiáticos, foi o estímulo para que se iniciasse a transferência das indústrias desses países para a China e para os países do Sudeste Asiático, posteriormente chamados de “Tigrinhos Asiáticos”, incluindo a Malásia. A nova onda de investimento direto estrangeiro, associada às medidas de combate à recessão empreendidas pelo governo, foram o marco de uma década de crescimento e transformações estruturais, o que seria interrompido somente com a crise

asiática em 1997. Com a transferência da estrutura produtiva do Japão e dos Tigres Asiáticos, observa-se uma mudança na composição das exportações dos “Tigrinhos”, entre eles a Malásia. Os bens manufaturados passam a responder pela maior parte das exportações ainda na década de 80, conforme podemos observar no gráfico número 10:

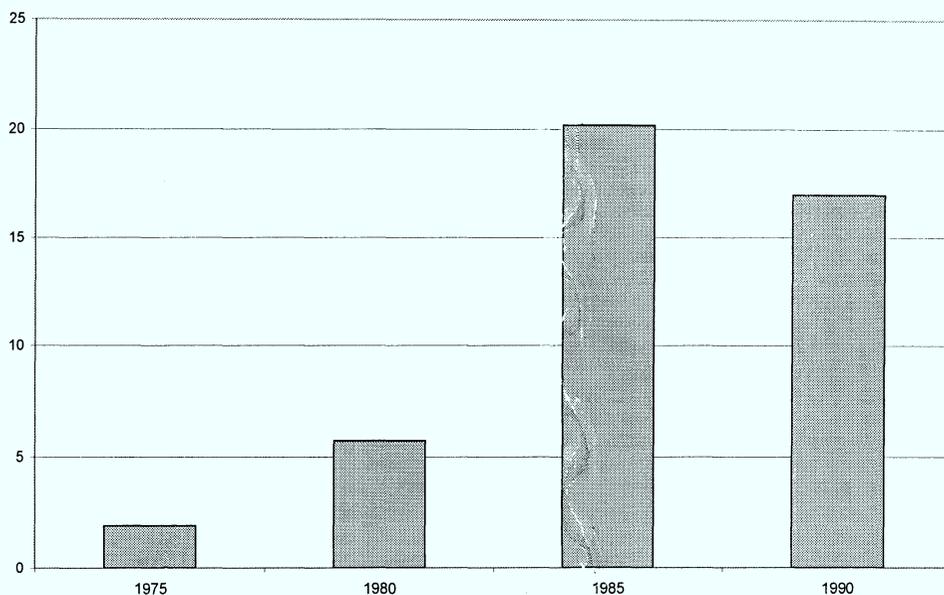


Fonte: FMI. Elaboração própria.

Entretanto há que se observar que, apesar do crescimento trazido pelos investimentos diretos japoneses, a Malásia ainda sofria com a crise bancária, com o colapso dos preços das *commodities* e com bolhas nos mercados de ações e mobiliário, problemas decorrentes da recessão ocorrida na metade da década. O Acordo do Plaza teve conseqüências benéficas para a indústria, mas seus efeitos foram nefastos nos mercados financeiros. A desvalorização do dólar acabou provocando a desvalorização do *Ringgit*, em virtude do impacto do acordo sobre a dívida malaia com o Japão. Como houve valorização da moeda japonesa, a dívida malaia com o Japão aumentou bruscamente, fazendo com que a política adotada pelo Bank Negara fosse a desvalorização do *Ringgit*. Houve assim uma queda abrupta das reservas malaias e aumentou a dívida do país em moeda estrangeira – principalmente em *Yens*, conforme podemos observar no gráfico 11. O Banco Central

malaio passou a especular contra outras moedas, como a libra esterlina, por exemplo. Esse procedimento foi usado até 1994, quando o banco perdeu grandes somas ao tentar especular mais uma vez contra a libra esterlina e acabou se tornando insolvente.

Gráfico 11
Malásia: Dívida Externa (US\$ Bilhões), 1975-1990



Fonte: FMI- Elaboração própria.

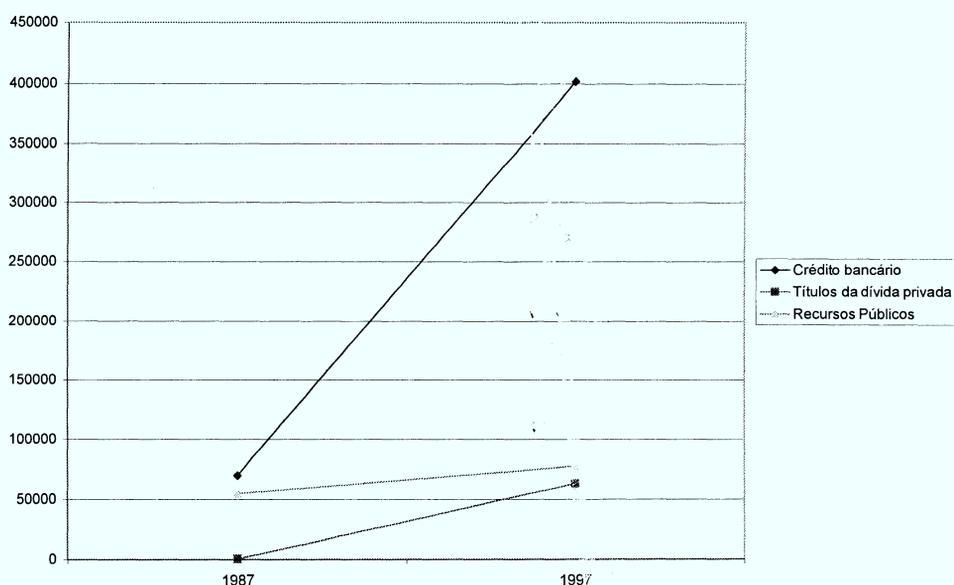
É importante salientar, entretanto, que o governo malaio promoveu medidas para regulação mais severa do sistema financeiro a partir de 1989, implementando maior regulação e supervisão da exposição dos bancos malaios aos empréstimos estrangeiros. A recuperação econômica foi seguida pela liberalização financeira, mais notável no desenvolvimento do mercado de ações.

Essas são, em linhas gerais, as principais características da economia malaia na década de 80. Resta agora verificar qual era a estrutura do mercado financeiro malaio com o objetivo de situar qual era o cenário que se apresentava no momento imediatamente anterior à liberalização do mercado financeiro.

2.2 – O mercado financeiro malaio – evolução anterior à década de 90.

Seguindo a mesma tendência mostrada pelas políticas implementadas na metade da década de 80, na qual o setor privado passou a ser considerado o instrumento do crescimento, houve também uma modificação no padrão de financiamento que vigorava até então. Ainda em linha com as políticas então implementadas, o aumento da participação privada no financiamento foi compensado por uma queda da parcela do setor público, sendo que o aumento da participação do setor privado ocorreu principalmente através do mercado bancário. Já o mercado de títulos teve seu maior desenvolvimento e passou a ser usado mais fortemente como fonte de financiamento somente a partir da segunda metade da década de 90, momento a partir do qual passou a mostrar a maior taxa de crescimento como fonte de financiamento, comparada com os empréstimos bancários e financiamentos através de recursos públicos.

Gráfico 12
Malásia: Financiamento da economia (Milhões de Ringgits), 1987-1997



Fonte: Bank Negara Malaysia. Elaboração própria.

O mercado de capitais malaio refere-se aos ativos financeiros de longo prazo, como os instrumentos de dívida pública e privada com maturidade superior a um ano, ações e cotas corporativas sem período de maturidade fixado, *commodities* e mercados futuros.

Esse mercado não possuía representatividade significativa nos primeiros estágios do desenvolvimento econômico malaio – décadas de 60 e 70. Entretanto, passou por um processo de transformação iniciado no final dos anos 80, favorecido principalmente pelo crescimento e desenvolvimento da infra-estrutura do mercado malaio, assim como do desenvolvimento de um arcabouço regulatório e administrativo. Devemos salientar, entretanto, que a significância desse mercado como fonte de financiamento da economia malaia só aumenta substancialmente na segunda metade da década de 90.

A emergência do mercado de capitais malaio como uma fonte mais expressiva de financiamento da economia é reflexo dos ajustes promovidos pelo governo malaio na metade da década de 80 com o objetivo de fortalecer sua posição financeira e consolidar a tarefa do setor privado de agir como principal instrumento do crescimento. Assim, o mercado de capitais malaio sofreu uma expansão principalmente para servir às necessidades do setor público, no qual a grande maioria de novos fundos surgia sob a forma de títulos do governo – os MGS⁸.

A política de privatizações precipitou um movimento de substituição do financiamento público pelo privado, que teve como consequência uma redução drástica da emissão de MGS pelo governo, em linha com a política proposta. O setor privado surgiu assim, como o maior mobilizador de fundos a partir de 1987, contando com aproximadamente 25% de todos os fundos levantados através do mercado de capitais. Esse movimento foi interpretado como de um reflexo do aumento da demanda por fundos para financiamento das atividades econômicas, principalmente a partir de 1989, quando a economia passou a mostrar maior crescimento. O aumento dos financiamentos para projetos de infra-estrutura e indústrias de larga escala foi uma das características relevantes do desenvolvimento do mercado de capitais malaio.

Os títulos do governo são emitidos tanto pelo próprio governo, assim como por instituições relacionadas ao governo. Incluem MGS, GIC's⁹ e MSB¹⁰. Os MGS (ou Treasury Bonds) são os instrumentos de dívida emitidos pelo banco central malaio – o Bank Negara Malaysia – em nome do governo. Representam um meio de levantar fundos

⁸ Malaysian Government Securities

⁹ Government Investment Certificates

¹⁰ Malaysian savings bonds

de longo prazo no mercado de capitais doméstico para financiar o gasto público. Já os GIC's foram introduzidos em 1983, seguindo a introdução do banco islâmico na Malásia, servindo para a liquidez das instituições financeiras islâmicas instaladas no país, e seguindo os princípios do Islamismo. Os MSB foram criados apenas em 1993 como forma de incentivar a cultura da poupança e da aplicação em títulos.

O mercado de títulos do governo era insignificante até a metade dos anos 50. Já no final dos anos 70 e início dos anos 80, esse mercado passou a adquirir maior importância como fonte de financiamento do gasto público e déficit fiscal. No final da década de 80, ocorreu uma drástica redução, conforme já citado anteriormente, em virtude do aumento da participação do setor privado no financiamento da economia.

Em meados de 1987, a maior parte das necessidades de capital era provida pelo tradicional sistema bancário, já que a emissão de títulos da dívida privada era quase rara neste período. Entretanto, mais uma vez é possível observar a influência da política empreendida a partir da metade da década de 80, traduzida no aumento da participação do setor privado como base do crescimento da economia malaia. O principal elemento de estímulo para a participação neste mercado foi o encorajamento do risco por parte dos agentes privados. O período era de aumento das necessidades de investimento, o que fez com que novas formas de financiamento através do mercado de capitais também aumentassem. Evidenciou-se assim o foco no mercado de títulos da dívida privada como uma forma de complemento aos mercados mais maduros e sofisticados de ações e títulos do governo.

Em 1988, o Banco Central da Malásia¹¹ estabeleceu as diretrizes através das quais deveriam funcionar os mercados de PDS¹², com o objetivo de esclarecer a base legal e o arcabouço administrativo para financiamento dos títulos. Isso permitia ao Banco Central garantir que a emissão dos PDS seja consistente com os objetivos de política monetária e financeira do país. É pertinente salientar que o processo era tão moroso e exigia tantas aprovações – incluindo a do próprio Banco Central - que poderia levar até seis meses para se completar, o que acabava desencorajando muitas corporações a acessarem o mercado.

¹¹ Bank Negara of Malaysia

¹² Private Debt Securities

Já o sistema bancário malaio é composto por instituições monetárias e não monetárias. As monetárias são o banco central (Bank Negara of Malaysia) e os bancos comerciais – incluindo o Bank Islam. Já as instituições não monetárias são divididas em dois grupos: um supervisionado pelo banco central, que é formado pelas companhias financeiras, bancos mercantis, casas de desconto, escritórios de bancos estrangeiros e bancos com operações offshore¹³; e outro sob a supervisão de vários departamentos do governo e agências, constituído por instituições de financiamento do desenvolvimento, instituições de poupança, fundos de pensão e previdência, companhias de seguros e outras intermediárias financeiras.

De uma maneira geral, não ocorreu a entrada de novas instituições financeiras no setor bancário malaio desde a década de 70, conseqüência das restrições às entidades domésticas e estrangeiras. Entretanto, as instituições já existentes cresceram rapidamente, principalmente a partir da década de 90.

O sistema bancário malaio é marcado pela evolução dos instrumentos de regulação e pelas reformas bancárias iniciadas ainda na década de 80. Ainda assim, a crise da metade da década de 80, assim como a crise asiática de 1997, mostraram que ainda existe muito a ser feito no que tange aos instrumentos de regulação prudencial.

A entrada de bancos no sistema bancário malaio depende de requerimentos mínimos de capital e licença de entrada. É notável o fato de que nenhuma licença de entrada no mercado bancário malaio foi concedida depois da década de 70. Além disso, os requerimentos de capital para atuação nesse mercado vem sendo reajustados continuamente pelo Bank Negara of Malaysia.

Também existem restrições quanto à propriedade de cotas e ações nas instituições financeiras. Ainda na década de 80, implementou-se a regra de que um indivíduo não poderia possuir mais que 10% de uma instituição financeira, mesmo tratando-se de empresa familiar. Para cooperativas e quaisquer outras companhias, esse percentual aumenta para 20%.

Outra restrição refere-se ao limite de crédito para um único cliente. Segundo regra instituída ainda em 1984, um banco não poderia emprestar mais de 30% dos fundos dos

¹³ Fora do país de origem

seus acionistas para um único cliente. A partir da crise asiática, esse percentual foi reduzido para 25%.

Uma peculiaridade do sistema bancário malaio é a presença do setor bancário islâmico, que surgiu na década de 70. Esse setor segue as filosofias e princípios da religião islâmica como uma forma de concretizar o desejo dos islâmicos de atuarem em todos os aspectos da sua vida de acordo com os ensinamentos islãos¹⁴.

2.3 – A economia malaia na década de 90: principais políticas macroeconômicas

De acordo com Piei e Tan (1999), a tarefa mais desafiadora para a Malásia na década de 90 era manter o delicado balanço entre crescimento e estabilidade macroeconômica, principalmente se forem levados em conta os fatores de constrangimento com os quais o país se deparava no início da década. O ritmo acelerado de crescimento que vinha desde a década de 80 provocou um grande aquecimento na economia malaia, levando à escassez de recursos, gargalos de infra-estrutura e escassez de mão de obra. De uma certa maneira, a escassez de mão de obra explica a redução contínua observada na taxa de desemprego malaia desde a metade da década de 80.

Tabela 5: Malásia – Indicadores Seleccionados, 1991-1997

Indicador	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Inflação	4,36	4,77	3,56	4,94	4,06	3,49	2,66
Desemprego	4,30	3,70	3,00	2,90	2,80	2,50	2,60

Fonte: Asian Development Bank. Elaboração própria.

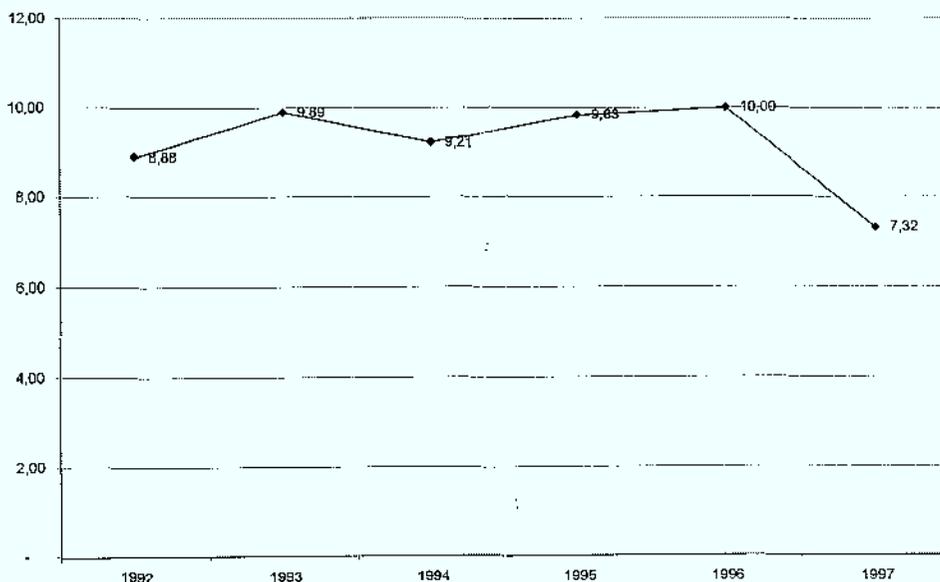
É importante observar, entretanto, que assim como no caso chileno, a Malásia já havia dado passos largos no que diz respeito às medidas liberalizantes, que ocorreram ainda na década de 80. A década de 90 começou exibindo taxas de crescimento acima da média mundial, mas segundo Jomo (2003), a crise bancária que assolou o país na década de 80 ainda não havia sido superada, assim como o colapso dos preços das *commodities*, nem

¹⁴ Os dois setores – o islão e o convencional - convivem lado a lado, mas são regulamentados por regras diferentes. A base legal para o estabelecimento dos bancos islãos é o Islamic Banking Act, de 1983, que provê poderes ao Bank Negara para regulação dos bancos islâmicos. O primeiro banco islâmico a se estabelecer na Malásia foi o Bank Islam Malaysia Berhad, em 1983.

mesmo o estouro das bolhas dos mercados de ações e mobiliário. O autor observa que em 1988, 30% dos empréstimos dos bancos comerciais eram *non-performing*. Sendo assim, o governo estava empenhado em aumentar sua visibilidade e também a regulação do sistema financeiro.

Outro ponto importante que deve ser salientado é a importância do comércio internacional para o país. Trata-se de um dos principais fatores determinantes do crescimento malaio. O país possui um mercado doméstico bastante limitado e a alternativa encontrada foi a de promover um processo de abertura comercial, além de atrelar as políticas comerciais às políticas industriais. Dessa maneira, é possível inferir que na Malásia, a liberalização da década de 90 foi mais marcada pelo aprofundamento da abertura comercial do que pela abertura financeira, cujas medidas foram mais voltadas aos controles, visto que o mercado financeiro malaio sofreu um processo de abertura bastante intenso ainda na década de 80.

Gráfico 12
Malásia: Taxa de Crescimento (1992-1997)



Fonte: Asian Development Bank. Elaboração própria.

No início da década de 90, houve um estreitamento da diferença entre as taxas de juros de captação e aplicação no mercado malaio. Os requerimentos de reservas também foram revisados e uniformizados para a maioria das instituições financeiras.

O Banco Central malaio utilizou esse requerimento com instrumento efetivo de política monetária para controle inflacionário. O período de 1992 a 1994 foi marcado por grandes entradas de capital e em virtude das esterilizações a política monetária foi bastante apertada.

O governo utilizou outros instrumentos de controle da liquidez, como a taxa mínima de liquidez, o gerenciamento dos fundos de excesso do governo e o Fundo de Previdência dos funcionários.

A entrada de capitais na economia malaia se intensificou na primeira metade dos anos 90 em virtude das baixas taxas de juros das economias desenvolvidas, além de seus sistemas liberais de controle do câmbio. Esse movimento provocou pressão no Banco Central malaio no sentido de controlar de forma mais efetiva a oferta de moeda.

O resultado foi um conflito de objetivos do governo. Ao mesmo tempo em que se objetivava manter as taxas de juros altas a serviço do controle inflacionário, havia também necessidade de reduzir as taxas para diminuir o influxo de capital especulativo. O governo interveio assim nos mercados de moeda estrangeira, reduzindo esta taxa de juros enquanto as taxas internacionais se apresentavam mais baixas, mantendo assim o diferencial que garantisse a taxa doméstica mais alta.

Esse movimento provocou instabilidade nos mercados local e estrangeiro, dada a volatilidade dos fundos de fluxos de curto prazo. Em 1994, as medidas de esterilização foram relaxadas, visto que a falta de liquidez estava puxando as taxas de juros para cima, aumentando ainda mais a entrada de capitais. A solução encontrada foi a imposição de controles diretos, que incluíam o estabelecimento de tetos para os compromissos externos dos bancos comerciais, proibição da venda de instrumentos monetários de curto prazo para não residentes e a proibição aos bancos de compra futura de moeda estrangeira. Além dessas medidas, também foram impostas restrições as transações de *swap* com clientes estrangeiros.

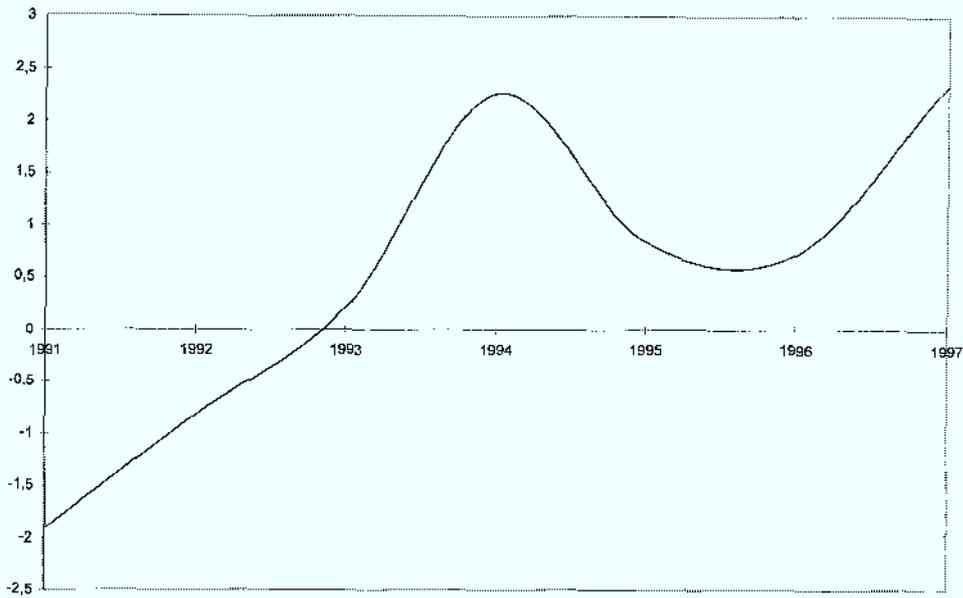
Finalmente, o país promoveu uma espécie de campanha moral contra os empréstimos para especulação, além de encorajar os financiamentos de longo prazo. No final de 1994, os diferenciais de juros se reduziram substancialmente, tornando-se inclusive negativos – as taxas externas passaram a ser maiores que as taxas internas. Com isso, ocorreu um movimento de saída de capitais de curto prazo, com aumento dos controles em resposta ao movimento.

De uma maneira geral, a política fiscal malaia sempre foi direcionada à geração de renda e à provisão de gastos de suporte à infra-estrutura, assim como a manutenção da lei e da ordem. De acordo com Piei e Tan (1999), isso é resultado da performance econômica do país, visto que o crescimento recorrente desde a década de 80 não demandou estímulos fiscais para aquecimento da atividade econômica. Muito pelo contrário, no início da década de 90 o Banco Central malaio – Bank Negara of Malaysia – apontou um possível superaquecimento da economia, recomendando medidas que freassem o ritmo do crescimento.

Essas medidas foram tomadas pelo lado da política monetária, o que proporcionou espaço para que houvesse uma reforma tributária no país no início da década de 90. Mesmo assim, paradoxalmente, a política fiscal não seguiu o sentido que se esperava, tornando-se ainda mais expansionista, com cortes de taxas sobre a renda e sobre o emprego, além de outros incentivos à atividade econômica. Além da redução das receitas ocasionada pelos cortes nas taxas, houve aumento dos gastos públicos, marcante em 1992, quando houve aumento de salários para os servidores públicos.

Apesar disso tudo, o resultado fiscal continuou superavitário, principalmente em virtude do crescimento econômico. Com isso, Piei e Tan argumentam que o governo não enxergava a necessidade de revisão dos gastos públicos, nem mesmo as distorções provocadas pela estrutura que havia se instalado. Segundo os autores, uma política de taxação indireta poderia ser a opção pra evitar as pressões inflacionárias.

Gráfico 14
Malásia: Resultado Fiscal (% PIB), 1991-1997



Fonte: Asian Development Bank. Elaboração própria.

Conforme observado anteriormente, o comércio exterior e a indústria contribuíram de maneira extraordinária para a trajetória de crescimento da economia malaia nas últimas duas décadas.

Depois da crise dos anos 80, a política orientada para o mercado doméstico foi substituída por outra, voltada para o mercado externo, a política *outward-looking*. Estabeleceu-se um plano de desenvolvimento industrial – o IMP¹⁵ – que buscava o desenvolvimento de longo prazo. O plano objetivava o crescimento liderado pelas exportações, através da diversificação industrial, o que confirma a observação já feita de que as políticas comerciais passaram a ser atreladas às políticas industriais.

Na segunda metade da década de 80 foram estabelecidas as medidas de incentivo e direcionamento da política industrial, sendo que a partir do início da década de 90 é que se iniciou o processo de liberalização comercial.

¹⁵ Industrial Master Plan

Os autores Piei e Tan (1999) afirmam que, nos países do leste asiático, entre eles a Malásia, a intervenção do governo foi fundamental para garantir o desenvolvimento industrial e tecnológico, direcionando os investimentos diretos estrangeiros.

Visto que a competição pelo investimento direto estrangeiro é intensa na região – a maioria dos países nela instalados tem a manufatura como base do crescimento – a Malásia implementou políticas de incentivo a investimentos domésticos na década de 90. As políticas foram bem sucedidas e provocaram um aumento substancial dos investimentos internos. Ao mesmo tempo, o país continuou promovendo uma política de “portas abertas” para o investimento estrangeiro, de modo que no ano de 1995 a Malásia foi o país que mais recebeu investimentos diretos no sudeste asiático.

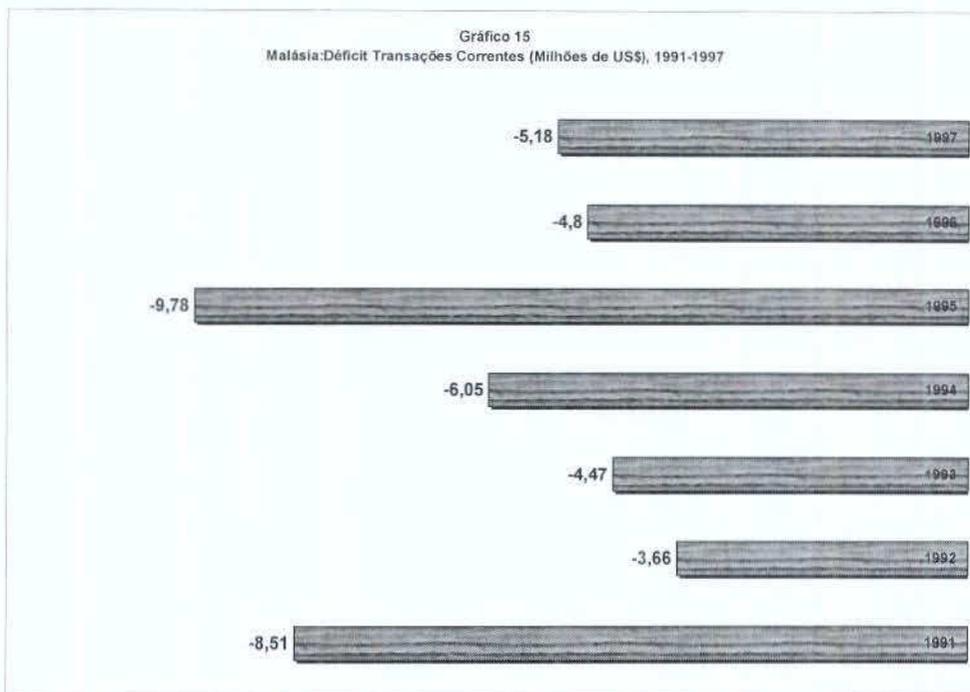
O movimento descrito foi acompanhado por transferência de tecnologia, mas também por escassez de mão de obra e conseqüente aumento dos seus custos. Para sanar esse problema, o governo lançou o IMP2¹⁶, que tinha como objetivo descontinuar as indústrias intensivas em trabalho e implementar aquelas mais intensivas em tecnologia, com maior valor agregado.

No que diz respeito às medidas de liberalização, a Malásia assumiu os seguintes compromissos:

- Continuar reduzindo tarifas em linha com a liberalização comercial e com os acordos com a Organização Mundial do Comércio e a Área de Livre Comércio da Ásia.
- Revisar medidas não-tarifárias com o objetivo de relaxar as mesmas.
- Liberalização gradual do setor de serviços.
- Prover acesso a mercados como telecomunicações e serviços hospitalares.
- Prover medidas que relaxem e facilitem os padrões e conformidades, sistema alfandegário e proteção dos direitos de propriedade intelectual.

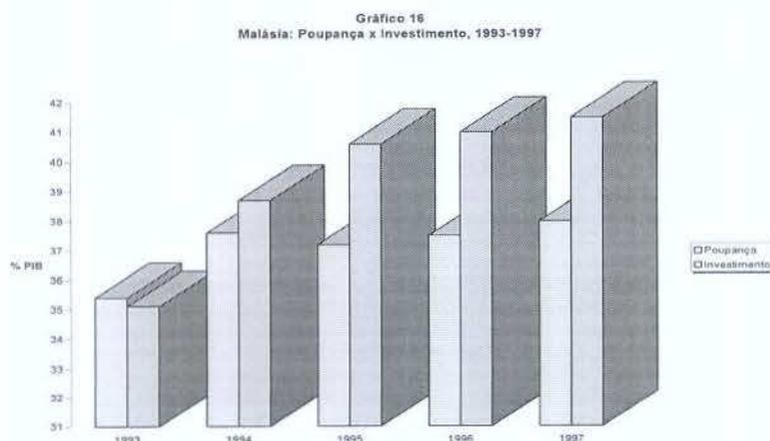
A Malásia é um dos países com a maior taxa de poupança do mundo, variando entre 38 e 40% do PIB em média. Entretanto, entre 1995 e 1997 a taxa de investimento manteve-se persistentemente acima dos 45%.

¹⁶ Industrial Master Plan 2



Fonte: Asian Development Bank. Elaboração própria.

Esta lacuna entre poupança e investimento foi suprimida pelo déficit da conta corrente, que não representava por si só um problema, desde que existam mecanismos para o seu financiamento. Nos anos de 1994 e 1995, o financiamento dava-se parcialmente por entradas de capital de longo prazo, sendo necessária a entrada de capitais de curto prazo para compensar todo o déficit.



Fonte: Asean Development Bank. Elaboração própria.

Esse será um dos fatores agravantes da crise de 1997, conforme será visto no próximo capítulo, visto que além da diminuição das entradas dos fluxos de curto prazo, observou-se um aumento das saídas.

2.4 - O setor financeiro malaio na década de 90

O setor financeiro malaio sofreu uma transformação bastante radical com o crescimento dos anos 80. Houve uma grande expansão do regime de intermediação financeira, que se tornou mais profunda, melhor estruturada e bem organizada.

Entretanto, Piei e Tan (1999) afirmam que até os dias atuais a Malásia ainda não promoveu um processo de liberalização financeira em escala total. De qualquer maneira, os mesmos consideram a liberalização total como um passo inevitável em virtude das diretrizes da Organização Mundial do Comércio.

De uma maneira geral, a liberalização financeira da Malásia iniciou-se ainda na década de 80. Os principais pilares da reforma malaia se situam na liberalização do mercado de câmbio e transações de capitais, além do relaxamento das restrições aos negócios, desenvolvimento do mercado de capitais e do arcabouço regulatório. Todas essas medidas foram implementadas ainda na década de 80.

Já na década de 90, houve um processo de aperfeiçoamento, no sentido de fortalecer e modernizar o setor financeiro, além de aumentar a concorrência no setor bancário. Com isso, o país iniciou a construção do caminho que tornasse seu mercado financeiro compatível com o desenvolvimento do país. Criou-se uma comissão de regulação dos mercados de títulos e o país estabeleceu assim um arcabouço legal para a proteção dos investidores e estabilidade no mercado – configuração de padrões mínimos nos quais os mercados poderiam operar.

A década de 80 foi marcada por uma mudança nos padrões de financiamento da economia malaia. O financiamento público deu lugar a uma maior participação do financiamento privado, que passou a ser considerado essencial para o crescimento do país. Nesse período, era predominante a utilização do setor bancário através de empréstimos.

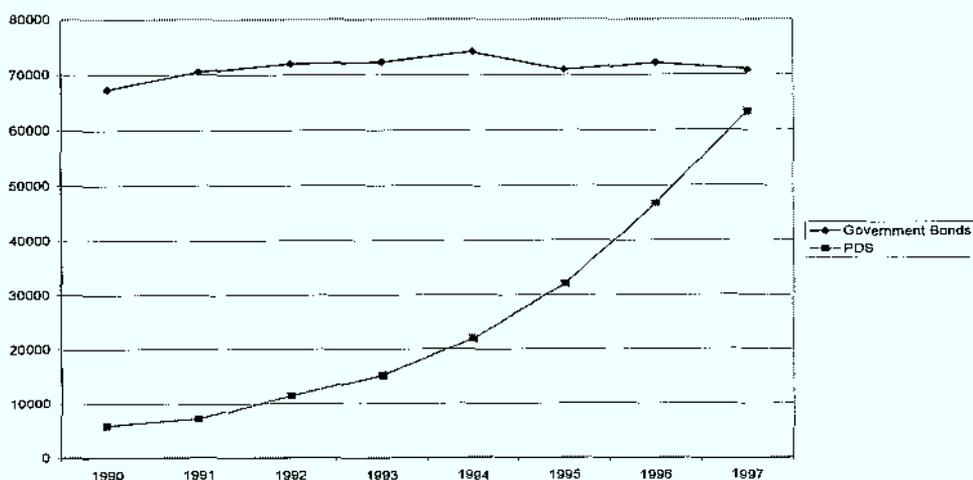
A década de 90 mostrou a mesma tendência de financiamento da economia, ainda através do sistema bancário. Houve um movimento na direção do mercado de títulos, mas somente a partir da metade da década.

A maior parte desse investimento foi financiada através de fontes domésticas, visto que havia restrições à entrada de empréstimos estrangeiros - as entradas de capitais externas eram limitadas a atividades geradoras de renda e divisas para o país. A maioria desse financiamento foi provido pelo sistema bancário, que em 1997 apresentava uma taxa de crédito sobre o PIB de 149%. Os depósitos eram de 154%, o que significa afirmar que os bancos possuíam capacidade de financiar suas operações de empréstimos através da sua própria mobilização de poupança.

Como resultado das políticas de privatização, o setor privado está substituindo o público também nos projetos de infra-estrutura e utilidades, o que aumentou a demanda pela utilização dos títulos da dívida privada. Isso também foi resultado do rápido desenvolvimento do mercado primário de emissões.

Essa foi a principal transformação ocorrida no mercado de capitais na década de 90, ou seja, o aumento da participação do mercado de capitais na economia malaia através dos títulos da dívida privada – atingindo 12% do financiamento total da economia em 1997 – sendo os mesmos utilizados principalmente pelo setor privado.

Gráfico 17
Malásia: Títulos Públicos x Títulos Privados, 1990-1997



Fonte: Bank Negara Malaysia. Elaboração própria.

Seguindo a tendência de financiamento privado da economia que passou a caracterizar a economia a partir da década de 80, houve uma redução substancial na emissão líquida de MGS¹⁷. É importante salientar, entretanto, que esse instrumento continuou sendo o maior componente do mercado de ações do governo nas últimas três décadas.

Tabela 6: Títulos da dívida do governo, 1990-1997

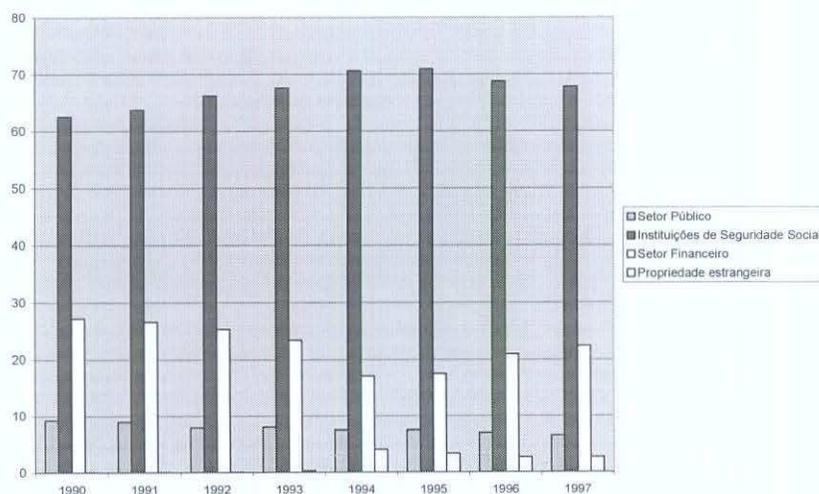
Government Debt Securities	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Milhões de ringgits	63,01	66,16	69,05	69,29	70,95	70,90	72,15	69,93
% PIB	52,90	48,90	45,80	40,20	36,30	31,90	28,40	24,80

Nota: Composição dos Government Debt Securities – Malaysian Government Debt Securities, Government Investment Issues, Khazanah bonds and Malaysian Savings Bonds¹⁸.

Fonte: Bank Negara Malaysia. Elaboração própria.

Quanto à característica dos investidores, observa-se que a maioria dos títulos do governo é de investimentos da seguridade social malaia, principalmente do EPF¹⁹. Em relação à evolução na década de 90, observamos um aumento significativo da participação das companhias de seguro, apesar da queda de participação do setor financeiro como um todo.

Gráfico 18
Malásia: Principais investidores em títulos do governo (%), 1990-1997



Fonte: Bank Negara Malaysia. Elaboração própria.

¹⁷ Malaysian Government Debt Securities.

¹⁸ No capítulo 2 é possível encontrar a definição de cada tipo de título.

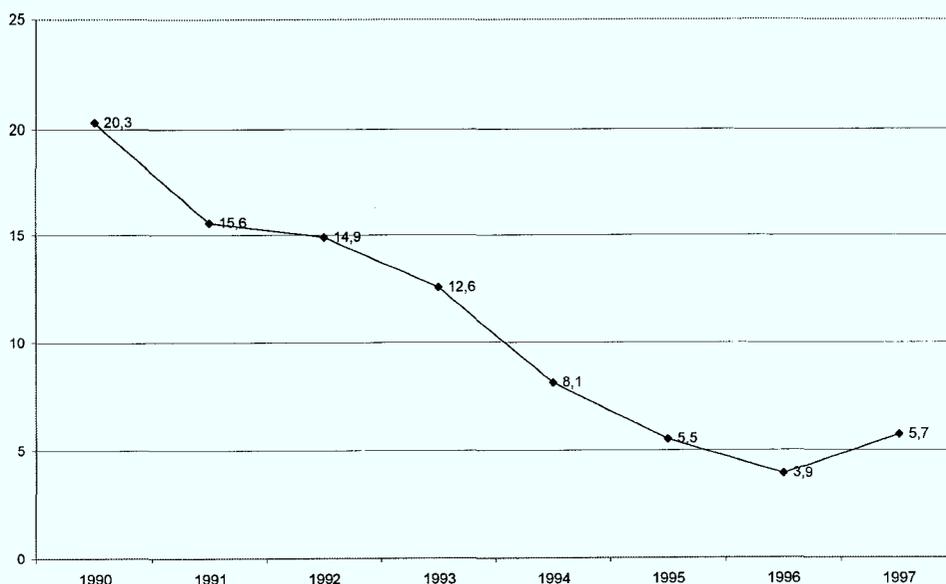
¹⁹ Employees Provident Fund

Quanto ao mercado de títulos da dívida privada, destaca-se a criação de uma agência de *rating* doméstica, que trabalhou em conjunto com o Bank Negara Malaysia no sentido de garantir que somente títulos com *rating* não inferior a BBB²⁰ para os papéis de longo prazo e P3 para os de curto prazo pudessem ser emitidos.

Outras medidas foram tomadas a partir da década de 90 para impulsionar o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida privada, como isenção de impostos sobre ganhos de juros de empresas listadas, ou então classificadas pelas agências de *rating*.

O mercado bancário continuou apresentando as mesmas tendências do final da década de 80, quando se estabeleceram várias medidas de regulação prudencial e controles. As medidas mostraram como resultado uma redução no percentual de NPL's²¹ em relação ao total de empréstimos do sistema bancário.

Gráfico 19
Malásia: NPL's sobre total de empréstimos, 1990-1997



Fonte: Bank Negara Malaysia. Elaboração Própria.

²⁰ As classificações e significados estão apresentados em um anexo, no final do capítulo.

²¹ Non-Performing Loans

2.5 – Considerações finais sobre a economia malaia no período pré-crise asiática de 1997.

Através do exposto, é possível inferir que o período pré-crise termina com o avanço do desenvolvimento do mercado de capitais como fonte de financiamento da economia malaia, mas ainda com uma participação também intensa e crescente do crédito bancário. A transformação mais marcante desse período no que toca ao mercado financeiro, além do aumento da significância do mercado de capitais, é a substituição do setor público pelo setor privado no que diz respeito à promoção do crescimento. O governo deixa de ser a principal fonte de financiamento da economia e transfere essa responsabilidade ao setor privado através das medidas anteriormente citadas, como as privatizações e desregulamentações promovidas na segunda metade da década de 90.

Não devemos deixar de ressaltar que, diferentemente do observado no caso chileno, a Malásia não implementou controles de capitais no final da década de 80, sendo que a movimentação de capitais era limitada apenas pelo arcabouço legal e pelas medidas de regulamentação e supervisão do mercado financeiro. O sistema bancário apresentava maior avanço no que diz respeito aos instrumentos de regulação, mas ainda não é possível inferir que existiam controles implícitos sobre a movimentação de capitais. Mesmo na década de 90, é possível afirmar que a maioria das restrições era direcionada à atuação de determinadas instituições e não necessariamente à entrada ou saída de fluxos em si.

Já na esfera comercial, não podemos deixar de mencionar os impactos trazidos pelo Acordo do Plaza, cujas conseqüências para o Japão e Tigres Asiáticos fizeram com que se iniciasse um processo de transferência da estrutura produtiva para os países do ASEAN-4, os chamados “Tigrinhos Asiáticos”, entre eles a Malásia. Este movimento representa o aumento da inserção comercial da Malásia não mais como exportadora de produtos primários, mas sim de itens com alto conteúdo tecnológico.

Observando as questões inerentes ao crescimento e estabilidade, conclui-se que havia crescimento e as taxas de inflação estavam baixas, inclusive com níveis razoáveis de desemprego. Entretanto, o crescimento econômico estava alicerçado em entradas de capitais destinadas a investimentos nem sempre lucrativos, além de o setor bancário apresentar uma substancial parcela de seus empréstimos destinada à especulação no

mercado de capitais. Em outras palavras, o crescimento e a estabilidade não foram acompanhados por medidas capazes de reduzir a vulnerabilidade de maneira efetiva. Muito pelo contrário, havia uma falsa impressão de que não existiam problemas de vulnerabilidade e que os instrumentos de controle funcionavam bem. Entretanto, como observaremos mais adiante, a crise revelou a fragilidade do sistema financeiro malaio e somente nesse período os controles de capitais mostraram sua importância.

3 – As crises da década de 90

Após a exposição das principais transformações econômicas ocorridas nas economias chilena e malaia na década de 90, analisaremos as crises ocorridas nestes países, verificando quais foram os fatores determinantes, impactos e lições de política econômica deixados pelos períodos de crise.

Primeiramente, serão descritos os modelos de crise de balanço de pagamentos estudados pela teoria econômica atualmente, com o objetivo de possuir subsídios para a análise de qual delas caracteriza melhor as crises sofridas por Chile e Malásia na década de 90. Em seguida, ocorrerá a exposição das principais características das crises ocorridas nos dois países.

3.1 – As crises de balanço de pagamentos – modelos e teoria econômica

As recentes crises econômicas que assolaram principalmente os países da América Latina e do Sudeste Asiático na última década fizeram com que a literatura sobre os determinantes das crises de balanço de pagamentos se tornasse cada vez mais extensa, com pesquisas cada vez mais crescentes. Nesse sentido, o fenômeno das crises cambiais pode ser explicado tanto pela teoria ortodoxa como pela tradição teórica.

O *mainstream* desenvolveu três modelos para as crises: primeira, segunda e terceira geração, cada um deles baseado em experiências de crise observadas ao longo das décadas. Já a tradição teórica baseia-se principalmente nos trabalhos de Keynes e Minsky para explicar as origens das crises financeiras.

Começando pelo *mainstream*, o modelo de primeira geração concentra-se principalmente na questão dos fundamentos macroeconômicos. Esse modelo foi desenvolvido por Krugman (1979) e aperfeiçoado por Flood e Garber (1984) e atribui os ataques especulativos a uma inconsistência entre a manutenção de um regime de taxa de câmbio fixa e a melhora dos fundamentos econômicos domésticos, explicando basicamente uma crise de conta corrente.

Outro ponto importante é que para os modelos de primeira geração, o *timing* da crise é determinado e corresponde ao momento em que a queda das reservas internacionais

se iguala ao excesso de demanda por moeda estrangeira em decorrência da expectativa de que o regime de taxas fixas não sobreviva – o que significa dizer, quando as reservas se situam num nível abaixo da dívida de curto prazo.

Já o modelo de segunda geração foi desenvolvido por Obstfeld e defende as crises chamadas de profecias auto-realizáveis. Em outras palavras, uma política de defesa da taxa de câmbio pode ser muito custosa para um país, gerando um *trade-off* entre a política cambial e outras políticas macroeconômicas que tragam desemprego e recuo do crescimento, por exemplo. Nesse sentido, os especuladores acabam promovendo um movimento de ataque especulativo, vendendo moeda.

Segundo Yoshitomi e Shirai (2000) esse tipo de crise geralmente ocorre em países com moderado nível de fragilidade financeira e macroeconômica e pode levar o governo a abandonar o sistema de taxas fixas por falta de opção.

Trata-se de um modelo bastante criticado, visto que os movimentos macroeconômicos no setor real não acontecem automaticamente. Um aumento na taxa de juros não necessariamente provoca efeitos imediatos nas taxas de desemprego, assim como nem todos os investidores ajustam suas expectativas ao mesmo tempo. Argumenta-se que uma crise deste tipo até pode ocorrer em um mercado onde atuam poucos e importantes investidores, mas não necessariamente em um mercado onde exista a necessidade de se promover um processo de coordenação entre pequenos investidores.

Por último, os modelos de terceira geração surgiram principalmente depois da crise asiática, dada a insuficiência dos modelos já existentes em explicarem os colapsos dessas economias. Essas crises evidenciaram a necessidade de incorporação dos problemas do setor financeiro.

Nesse sentido, foram incorporados ao modelo os determinantes ligados ao *moral hazard*, que diz respeito aos problemas de gestão financeira que provocam a formação de bolhas e incentivos distorcidos. Além disso, a postura do sistema financeiro pode provocar crise cambial e bancária.

Diferentes ênfases são aplicadas aos modelos de terceira geração, de modo que os mesmos podem ser interpretados também como um efeito contágio que ocorre em nível

regional. Os agentes promovem um comportamento de manada e não analisam os fundamentos macroeconômicos, já que a informação é custosa.

Exposta a argumentação teórica do *mainstream*, desloca-se a explicação das crises para a tradição teórica não ortodoxa baseada em Keynes e Minsky, que explicam as crises financeiras numa abordagem mais generalizada. De acordo com Cunha (2003), observa-se que as mesmas rejeitam a noção de eficiência dos mercados, assim como de que os bancos representam meros intermediários entre poupadores e investidores. Constatam-se assim as “falhas dos mercados financeiros”, nos quais existe informação imperfeita e assimétrica, impossibilidade de os mesmos coordenarem decisões interdependentes e comportamento míope dos bancos num contexto de expectativas otimistas. Trata-se de uma visão relacionada às instabilidades sistêmicas como elemento estrutural de economias capitalistas, nas quais predomina a moeda de crédito emitida pelos bancos. Dessa maneira, sendo Cunha (2003), “a teoria da instabilidade financeira de Minsky parte da elaboração de Keynes sobre as economias monetárias de produção e introduz a noção de que a instabilidade das economias capitalistas está relacionada à evolução das condições de financiamento dos agentes e ao comportamento dos preços dos ativos financeiros em relação ao preço da produção corrente ao longo do ciclo econômico”.

Segundo a visão pós-keynesiana, as situações de fragilidade financeira são inerentes aos ciclos econômicos, nos quais as crises financeiras seriam interpretadas como a fase descendente dos ciclos, que seria sustentada pela expansão do crédito bancário. Entretanto, essa expansão nem sempre ocorre baseada em uma avaliação adequada dos riscos, mas sim num contexto de expectativas otimistas ou de crescimento econômico, o que acaba sancionando a demanda de crédito das famílias e das empresas. As tentativas de restrição por parte das autoridades monetárias são ineficientes, visto que se criam inovações financeiras que burlam as tentativas de contenção da expansão de crédito. Essas constatações são convergentes com a argumentação de Belluzzo e Coutinho (1998) no que tange ao comportamento das famílias e empresas em relação aos ativos financeiros. A sensação de que os mesmos serão convertidos à forma líquida a qualquer momento faz como que os mesmos se tornem grandes alavancadores de recursos junto ao sistema bancário a fim de convertê-los em carteiras de ativos financeiros. Trata-se do caráter

rentista das operações exposto por Chesnais (1999), no qual ocorre transferência de recursos entre classes e, em última instância, entre países.

Enquanto as expectativas são favoráveis, a elevação dos preços dos ativos financeiros em relação aos ativos instrumentais estimula ainda mais a demanda de crédito, até que a fragilidade financeira explicita-se, em virtude da reversão das expectativas ou de mudanças adversas nas condições macroeconômicas. As empresas e famílias buscam liquidar seus ativos e ocorre restrição de crédito, gerando uma crise econômica real. Quando isso ocorre, é a intervenção das autoridades monetárias na provisão de liquidez que atua como “estabilizador automático” na redução das instabilidades que podem levar a uma crise cambial.

Dessa maneira, tomando como ponto de partida as perspectivas de Keynes e Minsky, constata-se que o capitalismo é imperfeito e ameaçado por crises econômicas e financeiras, que são endógenas. O risco de mau funcionamento pode ser atenuado pela existência de uma estrutura institucional e um padrão de intervenções, mas os sucessos em cada uma das situações tendem a tornar o sistema mais propenso a crises. O sucesso seria um fenômeno transitório, embora em algumas ocasiões esse processo leva mais tempo, como foi o caso do regime de *Bretton Woods*. Constata-se assim que, a chamada “reforma na arquitetura financeira” internacional traria a estabilidade perdida através do fortalecimento das instituições domésticas dos países em desenvolvimento, com readequação das agências multilaterais.

3.2 – As crises dos anos 90: Malásia

Por uma questão didática, este capítulo tratará primeiro da questão malaia, visto que, como veremos mais adiante, o caso chileno é mais caracterizado por contágio de outras crises, entre elas a própria asiática. Neste caso, para tornar coerente a exposição, adotou-se a ordem que se segue.

A crise ocorrida na Malásia na década de 90 foi resultado de um movimento regional, de modo que se faz necessário recuperar as linhas gerais que caracterizaram a denominada crise asiática.

Para muitos autores, como por exemplo, Sachs (1998), a crise asiática foi a menos antecipadas em anos, no sentido de que poucos observadores apostariam em uma crise no leste asiático dada a performance econômica demonstrada pela região. Para ele, o caso foi uma “crise de sucesso”, causada por um grande fluxo de recursos para os países afetados, e seguida por uma reversão no movimento, o que significa dizer que a crise foi gerada no setor financeiro. Entretanto, o movimento foi mais intenso que o simples estouro indesejado de uma bolha, pois a maioria dos fluxos de capitais aplicados no mercado asiático era de fato produtiva, e por essa razão a reversão provocou sérios impactos na atividade econômica e no crescimento dos países afetados. Isso também significa dizer que, se houvesse alguma expectativa de reversão dos fluxos, era mínima.

Os mercados esperavam, de fato, uma diminuição no ritmo da atividade econômica tailandesa - talvez até mesmo uma desvalorização - mas não para os outros países da região, nos quais não havia sinal do dismantelamento financeiro que se sucederia. Sachs argumenta assim, que a crise asiática foi resultado de uma combinação do pânico da comunidade de investidores internacionais, erros de política econômica cometidos no estouro da crise, assim como a precária ajuda internacional provida no período – fatores que provocaram uma queda mais profunda na atividade econômica que o necessário, ou mesmo inevitável.

Os sinais da crise começaram a aparecer no começo de 1997, quando alguns *cheabols*²² coreanos entraram em colapso com dívidas exorbitantes, baseadas em empréstimos estrangeiros realizados através de bancos mercantis, que eram o canal utilizado para estes empréstimos, sendo que em alguns casos garantiam o pagamento dos mesmos.

O movimento se intensificou na Tailândia, país no qual observou-se a queda dos mercados mobiliários e de todo o sistema financeiro que havia emprestado pesadamente a esse segmento. O governo tailandês reagiu ajudando as instituições através de um fundo, comprometendo praticamente todas as reservas em moeda estrangeira do país em contratos futuros, muitos deles com especuladores que previam o movimento de desvalorização como

²² Conglomerados coreanos

a consequência natural de uma queda nas exportações aliada ao movimento observado no mercado financeiro.

O cenário agravou-se com a redução das reservas úteis do país e o fim da ajuda às companhias financeiras. Em termos práticos, isso significou contrariar todos os anúncios feitos anteriormente, assim como as expectativas criadas no mercado, afirmando que os credores deveriam arcar com suas perdas. A reversão das expectativas agiu como um choque, intensificando a reversão dos fluxos de capital até o momento em que a desvalorização tornou-se inevitável. Com a desvalorização brusca do Baht tailandês em julho de 1997, os fluxos se interromperam para o restante dos países do sudeste asiático, culminando na crise asiática.

A interpretação da crise difere de país para país. Enquanto a Tailândia possuía problemas no seu mercado financeiro e passava por um processo de mudança no governo, a Coreia apresentava problemas nos grandes conglomerados. No caso específico da Malásia, a explicação mais coerente com os indicadores macroeconômicos do país e com as condições do setor financeiro apontam para um movimento de contágio, no qual os investidores internacionais tomaram a região como um todo, generalizando as vulnerabilidades tailandesas e esperando que as mesmas culminassem a qualquer momento no restante da região. O resultado da reversão nos fluxos transformou-se num pânico financeiro, no qual a redução dos fluxos levava à depreciação, que levava a uma busca maior por moeda estrangeira aumentando ainda mais a depreciação já ocorrida.

Apesar de a crise asiática ser considerada inesperada e imprevisível por parte da opinião econômica, é necessário salientar que alguns autores apontam sinais que podem contrariar essa visão para alguns casos particulares.

O caso malaio é um deles. Para Piei e Tan (1999), diferentemente da posição defendida por Sachs (1998), a crise na Malásia não pode ser explicada somente pelo efeito contágio. Segundo eles, a economia já mostrava sinais de superaquecimento, gargalos de infra-estrutura e déficits de conta corrente.

Os fundamentos macroeconômicos malaios soavam bem, conforme exposto no capítulo anterior. A política fiscal era considerada disciplinada - exibindo sucessivos resultados superavitários após 1993, e a política monetária era prudente. A estabilidade

financeira era mantida pelo Bank Negara Malaysia através da esterilização dos fluxos de entrada de capitais de curto prazo. A taxa de poupança permanecia em níveis altos, próximos aos 40% do PNB e a dívida externa estava consideravelmente baixa, em torno dos 42% do PNB.

Essas constatações servem de base para inferir que a crise na Malásia foi causada não somente pelo efeito contágio, mas este desempenhou um papel predatório no movimento. Justamente porque, conforme Sachs (1999), os investidores tenderam a avaliar a região como um todo, tomando a economia de cada um dos países como idêntica. O ataque especulativo ao Baht tailandês levantou preocupações quanto a uma diminuição no ritmo das exportações, reversão dos fluxos de capital e supervalorização da moeda. Como resultado, a queda dos preços dos ativos levou os investidores a acreditarem que os riscos eram similares para toda a região.

Para Piei e Tan (1999), fatores internos e externos tiveram participação decisiva no fim do “milagre malaio”. Segundo eles, a economia malaia já apresentava sinais de superaquecimento em virtude do alto e rápido crescimento econômico desde o final da década de 80. Uma evidência desse superaquecimento é o resultado substancialmente negativo da balança de transações correntes desde o início da década de 90. Em outras palavras, é possível admitir que houve efeito contágio em virtude da crise asiática, mas isso evidenciou uma situação de desequilíbrio estrutural que não se mostrava clara antes da crise.

Algumas observações sobre a economia malaia no período anterior ao estouro da crise asiática são pertinentes neste ponto da avaliação.

1. Primeiramente, é necessário observar que as exportações malaias, que são parte substancial e fundamental da economia, sofreram uma grande perda de competitividade a partir de 1994, fortemente relacionada com a desvalorização da moeda japonesa. Como a maioria das moedas asiáticas estava atrelada ao dólar através de quase-âncoras, a desvalorização da moeda japonesa provocou um aumento de preços dos produtos malaios no mercado internacional, assim como dos

produtos dos outros países da região, que também possuíam suas moedas ancoradas ao dólar.

2. Outro fator importante é o fato de o crescimento malaio ter sido gerado majoritariamente pela utilização de recursos em escala e não pelo aumento de produtividade, o que significa dizer que para que ocorressem aumentos de produto seriam necessários aumentos de capital. Trata-se de um sinal de ineficiência na alocação de capital no interior da economia malaia. Além disso, muitos recursos do setor real estavam aplicados em atividades especulativas, não deixando de mencionar que dentro do próprio setor real muitos recursos estavam aplicados no mercado mobiliário e na construção de mega projetos, o que significa dizer que a expansão exagerada de investimentos levou ao aumento do déficit de transações correntes.
3. Deve-se destacar também o aumento substancial do crédito para setores não produtivos ocorrido a partir de 1992 . Esses empréstimos – mercado mobiliário, consumo e compras de ações – cresceram a uma taxa de 12% ao ano, atingindo 28,6% em 1995. Com isso, em junho de 1997, a relação entre os empréstimos concedidos pelo sistema bancário malaio e o PIB chegou a 135%, sendo a maioria destinada ao setor mobiliário em virtude do *boom* de construções. Os preços do setor aumentaram, assim como o envolvimento dos investidores, que aplicavam na expectativa de conseguir grandes lucros. O cenário leva a crer que houve também problemas de *moral hazard*, já que foram concedidos empréstimos a projetos não produtivos e não lucrativos. Segundo Corsetti (1998), os indícios de risco de excesso de empréstimos de alto risco começou a aparecer no final de 1996, quando ocorre uma queda dos empréstimos para investimentos produtivos e um aumento daqueles destinados à compra de *equities*.
4. Conforme já demonstrado no capítulo anterior, a lacuna entre investimento e poupança também se mostrou problemática no contexto da crise, visto que a maioria do *gap* era compensada por fluxos de curto prazo. Com a escassez dos fluxos, veio a tona o problema do déficit de conta corrente, assim como a constatação de que a análise da aplicação dos recursos não foi bem feita, de modo que muitos projetos de

investimento falharam. Corsetti (1998) também ressalta que déficits de transações correntes financiados por fluxos de curto prazo sujeitos a reversões são considerados perigosos, sendo esse o caso da Malásia, que apresentava um déficit de transações correntes da ordem de 9% do PIB no período anterior à crise.

5. É importante ressaltar que, apesar dos esforços demonstrados pelo país na construção de um arcabouço regulatório, o país ainda tinha um longo caminho a percorrer no que diz respeito à governança e instituições, além de um nível mínimo de transparência nas ações.
6. Apesar das reformas implementadas depois da crise de 1985-86, ainda havia problemas de governança corporativa e na prática das instituições financeiras. No nível microeconômico, muitas empresas possuíam descasamento de prazos – captação de curto prazo com investimentos de longo prazo – sendo que a taxa de endividamento de várias corporações estava anormalmente alta. Quanto aos NPL²³, o sistema financeiro como um todo apresentava uma taxa muito baixa em relação ao total de empréstimos, mas em alguns bancos em particular, essa taxa chegou a ultrapassar 40%²⁴.

As observações acima realizadas mostram que havia muito trabalho a ser realizado no interior da economia malaia, principalmente no que diz respeito à regulação prudencial e à transparência.

3.3 – Impactos da crise e reação do governo malaio.

De uma maneira geral, os impactos resultantes de crises podem ocorrer no mercado financeiro, na atividade econômica, no comércio exterior e nos índices de inflação e desemprego.

Em relação ao mercado financeiro, a Malásia foi um dos países mais afetados se forem considerados os indicadores de variação nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos, propostos por T. S. Yu (2001). Através da observação da variação das taxas de câmbio, verifica-se que a desvalorização do *Ringgit* entre junho e dezembro de 1997 foi

²³ Non Performing Loans

²⁴ Considera-se um NPL um empréstimo cujas obrigações/serviço não são pagos nos três meses precedentes.

de aproximadamente 35%, apresentando a quarta maior desvalorização considerados os Tigres Asiáticos, Asean-4, China e Japão. Já indicador de variação dos preços dos ativos, o impacto foi ainda mais significativo em comparação aos países citados anteriormente, visto que os preços dos ativos malaios sofreram uma queda de aproximadamente 45% entre junho e dezembro de 1997.

Tabela 6: Malásia – Impactos da crise no mercado financeiro (1997-2000)

Indicadores	Nível	30/06/1997	30/06/1997	30/06/1997	30/06/1997
	Inicial	a	a	a	a
	30/06/1997	31/12/1997	30/06/1998	30/06/1999	05/01/2000
Taxa de Câmbio (Inicial: US\$= 1)	2,52	(34,90)	(39,00)	(33,70)	(35,68)
Preços dos Ativos (Inicial: nível/índice)	1.077,30	(44,80)	(57,70)	(24,70)	(24,30)

Fonte: *Datastream* e *The Economist*. Elaboração própria.

Os impactos na atividade econômica podem ser observados através da taxa de crescimento dos países afetados pela crise, além de outros indicadores como o crescimento da atividade industrial, inflação e desemprego. No que diz respeito à atividade econômica, os impactos mais severos da crise foram revelados apenas em 1998, sendo que em 1997 a Malásia ainda apresentou taxa positiva e alta de crescimento. Os indicadores de atividade industrial acompanharam a tendência do crescimento econômico, ou seja, em 1998 houve crescimento industrial negativo, com aumento das taxas de desemprego e inflação. Em 1999 já é possível verificar uma reversão de todos os indicadores, quando encontramos taxas positivas de crescimento da atividade econômica, crescimento industrial, queda da inflação. Somente o desemprego não recuou, mostrando um pequeno crescimento.

Tabela 7: Malásia: Indicadores selecionados (1997-1999)

Indicadores (%)	1997	1998	1999
Crescimento Econômico (Preços Constantes)	7,32	(7,36)	6,14
Crescimento Industrial	10,11	(13,42)	11,67
Inflação	2,66	5,27	2,74
Desemprego	2,60	3,20	3,42

Fonte: *Asean Development Bank*. Elaboração própria.

O comércio internacional mostrou a mesma tendência do crescimento econômico, exibindo os impactos negativos a partir de 1998. No caso malaio, as exportações já vinham apresentando uma tendência de desaceleração desde 1996, justificada por Piei e Tan (1999) como resultado de um declínio nas políticas de incentivo às exportações a partir de 1995 – somada a uma redução nas tarifas – que visavam a adequação a algumas exigências impostas pela Organização Mundial do Comércio, além de novos acordos regionais.

Tabela 8: Malásia – Crescimento das exportações (%), 1995-1999

Indicador	1995	1996	1997	1998	1999
Crescimento das exportações (%)	25,59	5,98	0,56	(6,85)	15,34

Fonte: *Asean Development Bank*. Elaboração própria.

Expostos os principais impactos da crise, veremos a seguir quais foram as principais medidas de reação implementadas pelo governo malaio. A Malásia foi exceção nesse sentido, visto que suas medidas foram contra as principais recomendações feitas pelos órgãos multilaterais, principalmente o FMI. Não devemos deixar de salientar que, num momento inicial, o país adotou as premissas propostas pelo FMI, mas em 1998 já se observa uma grande inflexão, quando o país adota controles diretos de capitais.

No momento imediatamente subsequente à crise, as principais medidas tomadas tiveram como foco o endereçamento das áreas de vulnerabilidade e prioridade. Piei e Tan (1999) definem como principais objetivos dessas políticas:

1. Restabelecer a confiança na estabilidade e no mercado financeiro.
2. Conter as expectativas inflacionárias derivadas da depreciação do *Ringgit*.
3. Controlar o excesso de demanda doméstica decorrente do rápido crescimento do crédito.
4. Gerenciar o déficit de conta corrente do balanço de pagamentos.
5. Fortalecer a resiliência do sistema financeiro com o objetivo de evitar riscos sistêmicos.
6. Manter a competitividade das exportações e o padrão de vida.

A política monetária contracionista foi intensificada, com aumento das taxas de juros, em linha com o objetivo de conter as pressões inflacionárias. Os empréstimos foram limitados pelo Bank Negara, sendo que o crescimento do crédito foi limitado a 25% no final de 1997, sendo reduzido para 15% no final de 1998. Quanto à política fiscal, houve redução dos gastos públicos, com cancelamento ou postergação de projetos de infra-estrutura já em andamento. Com isso havia o objetivo de redução das importações, do crédito excessivo e do alto nível de alavancagem de algumas corporações. Por último, também foram implementadas medidas de adequação da regulação prudencial às normas internacionais, além da formulação pelo Bank Negara e de um programa de ajuda para as companhias financeiras.

Entretanto, o ajuste através do modelo do FMI provocou efeitos contrários aos desejados, aumentando ainda mais o pânico internacional. A posição financeira do governo não exigia um ajuste fiscal tão drástico e apesar de a política ter atingido os objetivos de reverter o déficit do balanço de pagamentos, os impactos foram severos no que diz respeito à atividade dos setores privados da economia.

Dadas as conseqüências da política implementada no momento imediatamente posterior à crise, o governo malaio optou por um novo modelo de ajuste, contrariando as orientações do FMI e utilizando políticas macroeconômicas expansionistas combinadas com a imposição de controles diretos de capitais. Com isso, em julho de 1998 foi lançado o *National Economic Recovery Plan* (NERP), cujos objetivos foram assim definidos:

- Fortalecer os fundamentos macroeconômicos.
- Estabilizar a moeda nacional.
- Restabelecer a confiança do mercado.
- Continuar executando a agenda socioeconômica.
- Manter a estabilidade financeira.

Com isso, as políticas macroeconômicas foram relaxadas, sendo que a proposta era de reduzir o custo do capital com vistas à promoção da recuperação econômica. As taxas

de juros foram substancialmente reduzidas e não desencorajaram os fluxos de curto prazo, ao contrário do que poderia ser previsto. Segundo Piei e Tan (1999), em circunstâncias anormais taxas de juros altas não são um critério isolado para atrair fluxos de capital, o que acabou se confirmando no ajuste inicial da crise, quando mesmo com taxas altas não se observaram entradas de capitais.

Como parte do plano de recuperação, o governo introduziu um pacote de estímulo fiscal de 7 bilhões de *ringgits*, expandindo fundos existentes e criando outros direcionados a setores específicos. Essa medida provocou um déficit nas contas públicas, mas o mesmo foi considerado gerenciável, já que atingia 1,8% do PNB. Alguns setores foram diretamente estimulados com modificações nas regras de limitação da propriedade estrangeira de empresas nacionais, com vistas ao estímulo do investimento direto estrangeiro, sendo os principais setores beneficiados manufatura em geral, telecomunicações, seguros, turismo, e o *Multimedia Super Corridor*.

Por último, destaca-se a imposição de controles seletivos de capital. Apesar de as medidas macroeconômicas haverem atingido os objetivos propostos, ainda havia grande vulnerabilidade diante da instabilidade dos mercados internacionais. O aumento das taxas de juros dos centros *offshore* estava ocasionando uma saída cada vez maior de *ringgits*, o que se tornou uma ameaça à economia. Com isso, em setembro de 1998 o governo anuncia a imposição de controles seletivos de capital, além da âncora do *ringgit* ao dólar. É nesse momento que se torna mais evidente a importância e o diferencial proporcionado pelo controles de capitais no caso malaio.

As principais medidas implementadas foram:

- Ajuste oficial do *ringgit* a 3,80 de dólar americano, reduzindo o papel das forças de mercado na determinação da cotação diária da moeda e eliminando as incertezas sobre o seu nível futuro.
- Medidas no mercado local de ações, com fechamento de mercados secundários, sendo que os negócios só podem ser realizados através da Bolsa de Valores de Kuala Lumpur. Exigência de manutenção de ações compradas por não residentes por pelo menos um ano. Esta exigência foi substituída por um imposto escalonado

sobre o valor investido (no caso dos investimentos realizados anteriormente a 0setembro de 1988) e um imposto sobre lucro e ganhos de capital (para investimentos que entraram depois de 15 de fevereiro de 1999 e permaneceram por menos de um ano).

- Medidas para reduzir e eliminar aplicações financeiras internacionais em *ringgits*, repatriando ativos financeiros nesta moeda, como depósitos à vista e poupança, sob pena de estes ativos não serem aceitos ou reconhecidos no país após o prazo de um mês.
- Exceto para importação de bens e serviços, os residentes só estão liberados para fazer pagamentos a estrangeiros até o valor de RM10 mil ou o equivalente em moeda estrangeira (o limite anterior era de RM100 mil). Ainda em relação a essa medida específica, destacam-se:
 1. Exige-se a aprovação para qualquer tipo de investimento no exterior feito por pessoas residentes e pagamentos realizados sob garantia de que não tem fins comerciais. O pagamento de exportações será somente em moeda estrangeira, sendo que anteriormente havia a opção de pagamento em *ringgits* de uma conta externa.
 2. Não são mais permitidas facilidades de crédito interno para bancos correspondentes e corretoras de valores não-residentes, sendo que anteriormente eram permitidos créditos de até RM5 milhões.
 3. Os residentes precisam de autorização prévia para realizar pagamentos a estrangeiros com a finalidade de investimento no exterior em valores que excedam RM10 mil ou o equivalente em moeda estrangeira.
 4. Os residentes não podem obter créditos de estrangeiros em *ringgits*.
- Medidas que impõem condições às operações e transferências de valores em contas externas: transferências entre contas externas de qualquer valor precisam de aprovação prévia; transferências de contas externas para contas de residentes necessitarão de aprovação.

Os controles implementados exerceram um papel fundamental no que diz respeito à autonomia das políticas internas. Segundo o primeiro ministro Mahathir, o objetivo das

medidas de controles foi de conter os especuladores e retirá-los das transações com moedas, de modo que fosse possível desvincular a taxa de juros da taxa de câmbio.

Segundo Khor (2000), o governo escolheu o caminho de controlar os fluxos de *ringgit* e das transações cambiais, cuja vantagem é dar maior liberdade para determinar as taxas de juros domésticas, que efetivamente caíram depois da implementação dos controles. Quanto à decisão de tornar os recursos em *ringgit* sem valor a partir de um mês, o principal objetivo e resultado foi o de drenar os mesmos de volta para a Malásia e evitar que os mesmos servissem para empréstimos no exterior.

3.4 – As crises dos anos 90 no Chile

No caso do Chile, não se observam crises cambiais ou ataques especulativos ao peso chileno em decorrência de vulnerabilidades observadas no sistema financeiro local. O país foi afetado de forma indireta por crises ocorridas tanto na Ásia como na América Latina, sendo que os impactos dessas crises ocorreram de maneira diferenciada no que diz respeito à magnitude da reação da economia chilena.

A crise do México foi a primeira a causar impactos na economia chilena na década de 90. No início de 1994, as previsões econômicas para o México eram bastante otimistas. Os indicadores mostravam uma política de privatizações respeitável, entrada de fluxos de capitais crescente e um déficit decrescente das contas do governo. O país atravessava um período positivo em virtude desse aumento da entrada de capitais, assim como da sua recém aprovação para tornar-se um membro do NAFTA²⁵.

Entretanto, grande parte dos fluxos de capitais que entraram no mercado mexicano o fizeram através de dívida de curto prazo e investimento de portfólio, que são extremamente suscetíveis à queda de confiança de investidores internacionais. Segundo Arner (1996), a primeira queda de confiança dos investidores ocorreu com as manifestações políticas no estado de Chiapas e com o assassinato do candidato a presidente Luis Donaldo Colosio, em março de 1994. Esse episódio custou uma queda

²⁵ North América Free Trade Agreement

substantial das reservas internacionais mexicanas, além de requerer uma facilidade de crédito americano e uma desvalorização da moeda.

Com isso, os investidores passaram a exigir uma taxa de juros cada vez maior, visto que esperavam uma desvalorização ainda maior do peso em virtude da instabilidade financeira no México. Arner (1998) argumenta que o governo mexicano tinha três opções: aumentar a taxa de juros, diminuir gastos, demanda e importações para diminuir a pressão sobre a moeda ou desvalorizar o peso. As três opções não eram atrativas, visto que se tratava de um ano eleitoral e os fluxos de capitais dependiam da estabilidade da moeda. A opção do governo foi assim de aumentar a emissão de *tesobonos*, que eram indexados ao dólar e representavam uma opção mais segura aos investidores internacionais caso ocorresse desvalorização da moeda mexicana.

A medida, entretanto, trouxe aumento da vulnerabilidade mexicana, visto que ocorreu um grande aumento das vendas de *tesobonos*, que a maioria dos proprietários eram investidores em capital de portfólio, extremamente sensíveis às taxas de juros e indicadores de risco. Passado o período de eleições, os investimentos não se recuperaram, em parte devido à queda autorizada das taxas de juros. Apesar da ameaça de crise, nenhuma medida foi tomada até o outono de 1994 por parte dos órgãos multilaterais. Enquanto isso, ocorria aumento do déficit de conta corrente, ocasionado por um fortalecimento da economia decorrente da política fiscal branda e aumento do crédito doméstico. Os impactos também se mostraram sobre as importações, que aumentaram bastante em face da sobrevalorização do peso. Estes fatores, somados ao financiamento dos *tesobonos*, expuseram o país a uma fuga de reservas internacionais, sem contar com o aumento das taxas de juros norte americanas, que passaram a atrair capitais que antes buscavam o mercado mexicano.

Em novembro de 1994, novas lutas no estado de Chiapas e a revelação do escândalo da morte de um secretário do governo mexicano renovaram as desconfianças sobre a estabilidade da economia mexicana. O governo continuava garantindo que não haveria desvalorização do peso, mas as reservas internacionais se esvaíam e os fluxos se

tornavam cada vez mais escassos, em contraposição com um aumento cada vez mais substancial das obrigações relativas aos *tesobonos*.

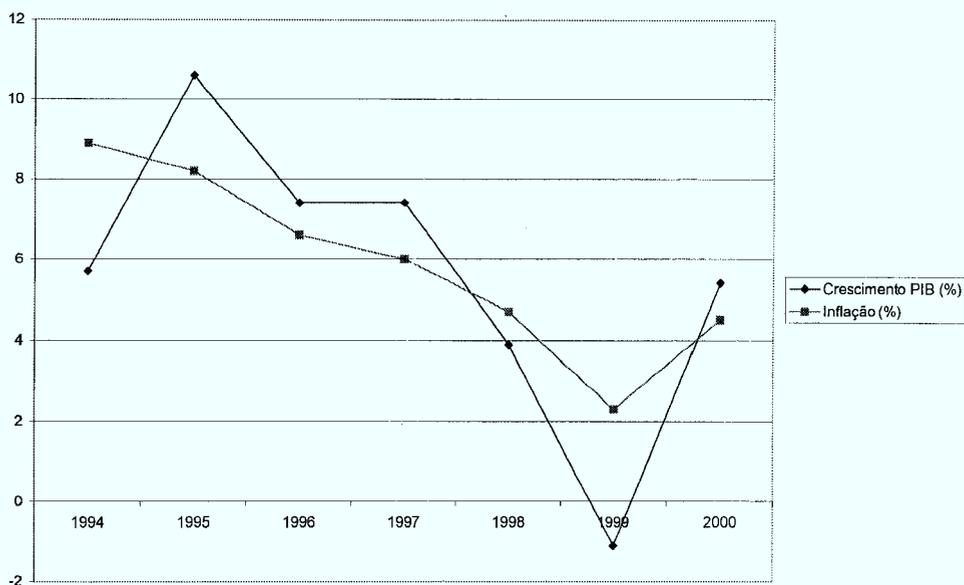
Entretanto, em dezembro de 1994, ao contrário do que havia garantido anteriormente, o governo mexicano ampliou a banda de desvalorização do peso mexicano e não implementou mais nenhuma política de combate à crise que era iminente nesse momento. A partir deste ponto, o país se viu obrigado a recorrer aos organismos internacionais, já que não poderia arcar mais com as obrigações financeiras com os investidores internacionais.

Voltando a análise dos impactos para o Chile, as evidências são de que a economia chilena passou praticamente intacta pela crise do México. Segundo Urriola (2000), a redução dos fluxos de curto prazo não foi suficiente para criar desequilíbrios nos mercados financeiros, de modo que o Banco Central chileno possuía reservas suficientes para manter o controle da taxa de câmbio, que é flexível com bandas. Além disso, a entrada de fluxos de longo prazo – especialmente aquela destinada aos investimentos produtivos – continuou crescendo.

Para o autor, é possível concluir que políticas adotadas para a regulação dos fluxos são mais eficientes quando a vulnerabilidade é reduzida simultaneamente, o que neste caso pode ser expresso pelo baixo nível de dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais.

Verifica-se assim, que não houve perda de dinamismo da economia chilena durante o período da crise mexicana, principalmente quando observamos alguns indicadores. O crescimento econômico foi de 10,6% em 1995, o déficit de conta corrente reduziu-se até 2,1% do PIB e houve uma valorização real de aproximadamente 10% no peso chileno. A conclusão é que os indicadores da economia chilena mostravam uma realidade completamente diferente daquela experimentada pelo México no período de crise. A vulnerabilidade em face aos fluxos de capitais e a consistência de princípios econômicos básicos envolveram uma capacidade de resposta diferente para cada país.

Gráfico 20
Chile: Crescimento x Inflação (%), 1994-2000



Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria.

De acordo com Ffrench-Davis (1999), o Chile exibiu um desempenho oposto ao mexicano nos anos de 1995-96, de modo que os contrastes mais notáveis referem-se às políticas macroeconômicas mais relacionadas ao setor externo, principalmente no que diz respeito à regulação dos movimentos de capitais, a política cambial e à supervisão prudencial do sistema financeiro. Segundo o autor, o melhor desempenho chileno é explicado pela política cautelosa, optando por desestimular as entradas de capitais de curto prazo através da reserva sobre os créditos externos. Ffrench-Davis (1999) argumenta que a obrigatoriedade da reserva sobre os créditos externos e investimentos em ações do mercado secundário acabaram afastando o capital especulativo do mercado chileno. A política em relação à entrada de capitais seria, assim, a explicação para a manutenção de déficit externo moderado, elevadas reservas internacionais, uma dívida de curto prazo baixa e gerenciável, associados a um aumento da taxa de poupança, além do aumento do investimento doméstico. Somente na Bolsa de Valores local havia sido deixado um precedente para a especulação, o que acabou causando uma queda nas

cotações no ano de 1995 em virtude de saídas de capital, mas o problema foi sanado com a aplicação das reservas aos ADR's²⁶ secundários.

Finalmente, Ffrench-Davis (1999) acredita que a crise dos anos 80 contribuiu bastante para que as autoridades chilenas manejassem as políticas macroeconômicas de maneira tão prudente e ativa para a regulação do sistema financeiro.

Após o episódio mexicano, o Chile defrontou-se com a crise asiática, quando os efeitos não foram tão sutis. Segundo Urriola (2000), os efeitos da crise asiática não ocasionaram a contaminação do sistema financeiro chileno, mas os efeitos foram sentidos de maneira mais forte na relação gastos-produto em virtude da deterioração dos termos de troca, além da queda das exportações de 12% e aumento do déficit de conta corrente que chegou a 6,3% do PIB. Segundo ele, a redução dos influxos de capital foi decorrência mais marcante do comportamento de manada dos investidores internacionais, que da própria apreciação sobre o mercado chileno. Em outras palavras, para esses investidores, todos os mercados emergentes possuíam as mesmas características, o que acabou encorajando o pânico.

Dado o aumento do déficit de conta corrente, as autoridades reagiram com um aumento significativo das taxas de juros com o objetivo de reduzir gastos e conseqüentemente o próprio déficit. Os fluxos de capitais não sofreram grandes impactos, mas o PIB sofreu uma queda de 1,1% em 1999 (gráfico 20), quando a média de crescimento anual dos últimos 10 anos era de 7%. Para Urriola (2000), as reações demonstradas em relação aos fluxos de capital mostram que não somente a taxa de juros pode ser considerada como variável essencial de decisão para o destino dos fluxos, visto que existe uma variedade de fatores que concorrem para a formação dessa decisão. No caso chileno, a entrada de capitais continuou sendo encorajada pela aquisição de ativos na área bancária e na de energia, e não através dos capitais especulativos de curto prazo.

Ganha destaque nesse período a eliminação da reserva sobre os fluxos de capital utilizada pelo Chile como instrumento de controle da saída de capitais. A

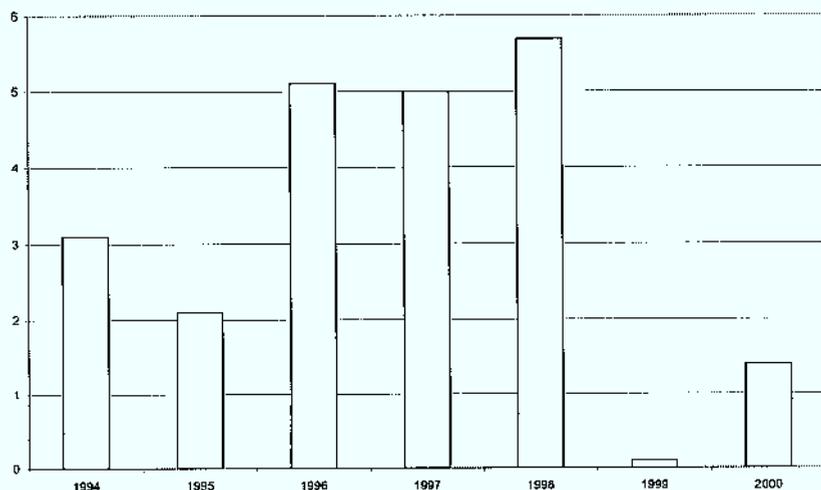
²⁶ American Depositary Receipts

obrigatoriedade da reserva foi retirada e isso não significou que a mesma não poderia ser implementada novamente se julgada necessária. Essa medida foi uma demonstração da flexibilidade de gerenciamento das ferramentas de regulação do mercado financeiro do Chile.

Um impacto importante da crise asiática sobre a economia chilena que merece destaque é a questão das exportações. De acordo com Caputo (1998), a globalização acentua a possibilidade de uma superprodução geral de mercadorias no mercado mundial. O autor acredita que a crise asiática acabou por manifestar esse aspecto da globalização, o que ficou notável na questão do comércio exterior chileno. Para este autor, o Chile foi responsável pela criação de uma superprodução mundial de cobre, frutas, produtos da floresta e do mar, de modo que seu modelo de crescimento tomou como base o dinamismo das exportações. Esse modelo pode mostrar um alto grau de dinamismo se a produção nacional tiver mercados seguros.

Entretanto, a superprodução de cobre chileno já era evidente em 1995, sendo que as exportações começaram a cair e as importações começaram a subir em 1998, quando começam a se produzir déficits comerciais, atribuídos pelo autor à queda de preço do cobre decorrente da superprodução.

Gráfico 21
Chile: Déficit de conta corrente (% PIB), 1994-2000



Fonte: Banco Central do Chile. Elaboração própria.

Na visão de Caputo (1998), os problemas que assolaram o comércio exterior chileno começaram antes da crise asiática, de modo que a globalização ocasionou uma ruptura entre a esfera da produção e da realização. Entretanto, a transição de um resultado superavitário para um deficitário na balança comercial fez com que houvesse uma modificação no comportamento do capital estrangeiro. Além da queda das exportações em virtude da superprodução, houve também aumento das remessas ao exterior. Isso justifica em parte a redução das reservas obrigatórias sobre a entrada de fluxos de capitais pelo Chile, que foi utilizada como medida de “combate” à fuga de recursos no período da crise asiática. Nesse sentido, mostrou-se a flexibilidade dos controles chilenos, que foram abolidos num contexto de crise.

3.5 – Considerações finais sobre as crises dos anos 90 na Malásia e no Chile.

Através da observação das principais características das crises que assolaram Malásia e Chile nos anos 90, foi possível verificar a importância dos fundamentos econômicos no que diz respeito às reações de cada um dos países, assim como do tratamento das crises.

No caso malaio, dadas as peculiaridades do seu processo, poderíamos inferir que seria uma crise de terceira geração, visto que os fundamentos macroeconômicos apresentavam-se satisfatórios e não se observaram momentos de impasse do governo em relação à manutenção da estabilidade ou busca do crescimento, de modo que não se justifica a caracterização de uma crise auto-realizável. Entretanto, tomando como base a tradição teórica baseada em Keynes e Minsky, fica bastante evidente na crise asiática a constatação de que havia um ambiente de superaquecimento econômico sustentado pelo crédito, não raras vezes direcionado a investimentos não necessariamente lucrativos. Esse cenário intensificou-se com o aumento dos preços dos ativos e formação de bolhas nos mercados de ações e de imóveis, demonstrando que apesar de os fundamentos mostrarem uma política econômica consistente com a estabilidade, ainda havia vulnerabilidade e necessidade de desenvolvimento de um arcabouço regulatório mais condizente com os padrões internacionais, o que nos faz crer que o efeito contágio decorrente da crise asiática

iniciada na Tailândia encontrou um país com problemas estruturais e super exposição a crises atribuída à sanção do crédito demandado por famílias e principalmente empresas.

Já no caso do Chile, é bastante claro que tanto para a crise mexicana como para a crise asiática o país foi vítima do efeito contágio e do comportamento de manada dos investidores internacionais. A economia chilena reagiu de maneira diferenciada a cada uma dessas crises, mas nos dois casos é possível inferir que não havia problemas com os fundamentos macroeconômicos, nem grandes dilemas de política econômica. Entretanto, diferentemente do caso malaio, o setor financeiro chileno apresentava um arcabouço regulatório mais desenvolvido, resultado dos impactos das crises da década de 80, que fizeram com que as autoridades praticassem políticas mais cautelosas no que diz respeito aos fluxos de capitais. Dadas as características do mercado financeiro chileno, não é possível atribuir os efeitos da crise a instabilidades sistêmicas derivadas do comportamento rentista dos agentes, nem mesmo pelo excesso de crédito.

4 – Considerações finais

Após expor as principais características das economias de Chile e Malásia nas últimas três décadas faz-se necessário responder alguns questionamentos básicos e inerentes ao processo de globalização e suas implicações sobre as economias dos países emergentes.

A primeira indagação que se coloca é a questão do crescimento com estabilidade. Observando as duas economias estudadas, podemos afirmar que na maior parte do período estudado os países apresentaram taxas expressivas de crescimento e trajetórias notáveis de redução dos índices de inflação. O caso chileno é excepcional dado o ambiente no qual o país está inserido, visto que a maioria das economias latino-americanas sofre com os efeitos da busca da estabilidade. Esta condição acaba colocando os governos diante de dilemas de política econômica, gerando um *trade-off* entre crescimento e estabilidade - geralmente favorável à busca da estabilidade, com vistas a cumprir os requisitos da liberalização e da agenda da globalização. O caso malaio está mais próximo das características do Leste Asiático como um todo, mas também é notável que o país tenha conseguido manter taxas tão altas de crescimento e superaquecimento da economia, associados a uma taxa de inflação manejável e sob controle.

É inegável que houve desaceleração do crescimento no período de crise, mas novamente os dois países representaram exceções nas regiões nas quais estão inseridos, recuperando-se rapidamente da crise e mantendo a autonomia das políticas domésticas.

Outra questão a ser respondida refere-se à questão da liberalização *versus* vulnerabilidade externa. A resposta, neste caso, é diferenciada para os dois países estudados, o que pode ser evidenciado inclusive pelos tipos de crise pelas quais cada um deles foi acometido na década de 90. Enquanto a Malásia foi vítima de uma crise de contágio que revelou grandes pontos de vulnerabilidade no seu mercado financeiro, o Chile reagiu a uma crise de contágio que não conseguiu desestruturar seu mercado financeiro, mesmo considerando os efeitos negativos sobre a atividade econômica e as exportações. Nesse sentido, é possível concluir que nos momentos de crise os dois países mostraram o nível de desenvolvimento de seu arcabouço regulatório. O caso chileno, mais uma vez, é diferenciado se consideradas as trajetórias de desenvolvimento dos países latino-

americanos e até mesmo alguns países desenvolvidos. Ainda na década de 70 já eram colocadas em prática medidas de liberalização financeira e na década de 80 já se implementava medidas de regulação do mercado financeiro, o que só se observou na década de 90 nos outros países da América Latina. Esse é um fator de explicação para o desenvolvimento de políticas cautelosas que fizeram com que o Chile alcançasse uma posição de destaque no que diz respeito à redução da vulnerabilidade externa e autonomia das políticas internas. Entretanto é importante salientar que, apesar de o mercado financeiro apresentar um marco regulatório bastante satisfatório, a dinâmica da economia chilena é dada principalmente pelas exportações, que estão naturalmente sujeitas a flutuações do mercado internacional e que acabam representando um ponto de vulnerabilidade econômica.

Já no caso malaio, a vulnerabilidade do mercado financeiro se revelou no momento da crise, evidenciando a falta de regulação e a formação de bolhas. E assim como no Chile, a questão do comércio exterior provoca os mesmos riscos à economia malaia, que também é fortemente apoiada no dinamismo das exportações.

Voltando a análise para a tradição teórica de Keynes e Minsky, é possível admitir que as crises evidenciaram um risco sistêmico decorrente de fatores estruturais mais forte na Malásia que no Chile, atribuído principalmente ao excesso de crédito atrelado a ativos financeiros e investimentos de lucratividade duvidosa. O caráter rentista do comportamento dos agentes ficou mais claro, sendo que, apesar de podermos considerar a crise asiática um caso de efeito contágio sob a perspectiva ortodoxa, fica claro que o contágio atingiu uma economia vulnerável e exposta ao risco sistêmico em virtude de fatores estruturais ligados ao crédito, o que dá respaldo à teoria pós-keynesiana no que diz respeito à sensação dos agentes de que os ativos financeiros poderão ser convertidos à forma líquida a qualquer momento, o que aumenta o grau de alavancagem dos mesmos junto ao sistema de crédito. Também existe respaldo à visão pós-keynesiana no sentido de que se verificou a atuação de estabilizadores automáticos através das autoridades monetárias, mas além de a mesma não haver sido suficiente para atenuar a crise, não se observou a presença mais ativa das agências multilaterais, evidenciando o déficit de evolução na reforma da arquitetura financeira internacional.

Comparando os dois países estudados, é pertinente afirmar que o Chile possuía melhores condições no que diz respeito à redução da vulnerabilidade, o que ficou evidente nos momentos de crise. A vulnerabilidade malacia já existia quando eclodiu a crise asiática, mas não era evidente, exceto pelo alto nível do déficit de conta corrente.

Finalmente, o último questionamento suscitado pela investigação das economias dos países em questão refere-se à influência dos controles de capitais na trajetória econômica dos mesmos. Chile e Malásia são considerados exceções não somente nas regiões nas quais estão inseridos, mas em toda economia mundial, por utilizarem controles de capital em momentos diversos da sua história econômica. Mais uma vez, apesar de apresentarem a característica comum, utilizaram os controles em momentos distintos e em situações diferenciadas.

O Chile implementou os controles no final da década de 80 e início da década de 90, quando os fluxos de capitais eram abundantes e não havia sequer sinais de crise ou reversão das entradas de capitais. A principal consequência dos controles chilenos foi a possibilidade de manter a autonomia para execução de políticas macroeconômicas domésticas sem a interferência das tendências internacionais. Em outras palavras, ao restringir a entrada de fluxos de curto prazo através de períodos mínimos de permanência no país e reservas sobre os fluxos, o governo chileno conseguiu desvincular a taxa de juros doméstica da internacional, já que a taxa de juros deixou de ser a variável principal na determinação do destino dos fluxos. Com isso, o país conseguiu não somente manter os fluxos, como também conseguiu afastar-se dos dilemas de política econômica de crescimento ou estabilidade. Mais que isso, a restrição aos fluxos de curto prazo foi essencial para a manutenção de baixos patamares de dívida externa e, conseqüentemente, de déficit de conta corrente, além do alto nível das reservas internacionais. Isso permitiu à economia chilena seguir praticamente intacta ao “Efeito tequila” da crise mexicana, assim como ajudou o país a superar a crise asiática.

Não é possível afirmar que os controles foram suficientes para eliminar a vulnerabilidade externa chilena e proporcionar crescimento com estabilidade num contexto liberalizante. Entretanto, os controles foram fundamentais no sentido de minimizar a

vulnerabilidade e, com isso, reduzir a magnitude dos efeitos mais intensos das crises dos anos 90 no país.

Já na Malásia os controles foram utilizados em uma situação distinta, na qual a grande vulnerabilidade dos mercados financeiros já havia se revelado. É importante observar que algumas medidas de restrição aos fluxos de capitais foram implementadas em 1994, mas também em caráter emergencial diante de um grande aumento do déficit de conta corrente.

Apesar da implementação tardia dos controles malaios, estes desempenharam um papel fundamental na recuperação da crise, além de representarem uma ruptura com o FMI no que diz respeito às medidas de ajuste prescritas pela instituição. Depois de implementados, acabaram desempenhando um papel similar ao caso chileno, que visava reduzir a vulnerabilidade em relação aos fluxos de curto prazo, diminuir a influência das taxas de juros como variável de determinação do destino dos fluxos e proporcionar maior autonomia para fazer os ajustes necessários através das políticas macroeconômicas domésticas.

Finalmente, sobre os controles de capitais, podemos concluir que a importância dos mesmos mostrou-se bastante evidente no Chile desde o início da década de 90, enquanto na Malásia os mesmos evidenciaram sua efetividade no momento da crise.

Anexo 1 – *Ratings* para Títulos da Dívida Privada Malaia

Ratings de longo prazo

RATING	DEFINIÇÃO
AAA	Melhor qualidade e maior segurança em relação ao pagamento pontual de juros e principal.
AA	Alta segurança em relação ao pagamento pontual de juros e principal.
A	Segurança adequada para o pagamento pontual de juros e principal. Mais suscetível a mudanças nas circunstâncias e condições econômicas que os débitos classificados em categorias mais altas.
BBB	Segurança moderada para o pagamento pontual de juros e principal. Ausência de certos elementos protetivos. Mudanças nas circunstâncias são mais suscetíveis a levar ao enfraquecimento da capacidade de pagamento de juros e principal que as categorias mais altas.
BB	Segurança inadequada para pagamento pontual de juros e principal. Futuro não pode ser considerado bem assegurado.
B	Alto risco associado ao pagamento pontual de juros e principal. Situações adversas ou condições econômicas podem levar à falta de capacidade da parte do emissor em relação ao pagamento dos juros ou do principal.
C	Alto risco de “default”. Pagamento pontual dos juros e do principal é possível apenas com a continuidade de circunstâncias econômicas favoráveis.
D	Pagamento de juros já está em atraso. Já em “default”.

Para os *ratings* de longo prazo, ainda existe uma subdivisão 1,2 ou 3 para cada categoria de AA a C, sendo que a melhor classificação é 1 e a mais baixa é 3.

Ratings de curto prazo

RATING	DEFINIÇÃO
P1	Segurança bastante forte no que diz respeito ao pagamento pontual.
P2	Forte capacidade de pagamento pontual das obrigações.
P3	Segurança adequada para o pagamento pontual das obrigações. Mais vulnerável a mudanças econômicas que as classificações mais altas.
NP	Investimento de alto risco, com capacidade duvidosa de pagamento pontual das obrigações de curto prazo.

Fonte: Rating Agency Malaysia

Referências bibliográficas

ARIFF, M. The Malaysian Economy: Performance, Uncertainties and Challenges. *Malaysian Economic Research Institute*. 1997.

ARNER, Douglas W. The Mexican Peso Crisis: implications for the regulation of financial markets. *Essays in international financial and economic law*, 4, October. 1996.

Banco Mundial – www.worldbank.org

Bank Negara of Malaysia – www.bnm.gov.my

BRAGA, J.C.S. A financeirização da riqueza: A macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Economia e Sociedade*, nº 7, 1997.

CAPUTO, O. Crise Asiática y Economía Chilena em la Globalización. Seminário “La Crisis Asiática y sus consecuencias: ¿Crisis de la Globalización”. CENDA. 1998.

CARCANHOLO, M.D. Estratégia de Abertura Externa: as experiências latino-americanas da década de 70 não aprendidas. Universidade Federal de Uberlândia. 2001.

CARNEIRO, Ricardo. A Globalização Financeira: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para discussão nº 90, Campinas, 1999.

CARVALHO, F.J.C., SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. UFRJ, 2002.

CHESNAIS, François. Tobin or not Tobin? Editora UNESP: ATTAC, 1999.

CORBO, Vittorio. The Chilean economy: recent developments and prospects. Central Bank of Chile. 2004.

CORSETTI, G., PESENTI, P., ROUBINI, N. What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: A macroeconomic overview. National Bureau of Economic Research. 1998.

COUTINHO, L., BELLUZZO, L.G. “Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gastos em economias abertas. Economia e Sociedade, Campinas, nº 11, 1998.

CUNHA, A. Em busca da estabilidade perdida: explorando alguns limites para o ordenamento das finanças internacionais. XXXI Congresso Nacional de Economia. 2003.

EICHENGREEN, B., LEBLANG, D. Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir right?. 2002.

FFRENCH-DAVIS, R. Macroeconomía Comercio y Finanzas para Reformar las reformas en América Latina. Mc Graw Hill Interamericana. 1999.

FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. Os fluxos financeiros na América Latina – Um desafio ao progresso. Editora Paz e Terra. 1997.

FFRENCH-DAVIS, R. El impacto de las exportaciones sobre el crecimiento en Chile. Revista de la CEPAL nº 76. Abril, 2002.

FMI – www.imf.org

FISCHER, Stanley. Capital Account Liberalization and the role of IMF. IMF Seminar, 1997.

- GALLEGO, Francisco, LOAYZA, Norman. Financial structure in Chile: macroeconomic developments and microeconomic effects. Central bank of Chile, 2000.
- JOMO, K.S. Mahathir's Economic Legacy. *Kyoto Review*. 2003.
- KHOR, Martin. Controle de capital na Malásia rompe tabu de política econômica. *Observatório da Cidadania*, 4. 2000.
- MAHTUR, Ike. Contagion Effects from the 1994 Mexican Peso Crisis: Evidence from Chilean Stocks. Eastern Finance Association. *The Financial Review* 37, 17-34. 2002.
- OH, S. Towards a sustainable banking sector – Malaysia. *Asian Development Bank*. 1999.
- PIEI, M.H., TAN. T. An insight into Macroeconomic Policy Management and Developments in Malaysia. Asean Development Bank. 1999.
- SAPELLI, Claudio. The political economy of the Chilean transition to democracy. *Cuadernos de economía*, Scielo Chile. 2000.
- SHIRAI, S. Overview of Financial Market Structures in Asia – Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia. *Asia Development Bank Institute*. 2001.
- TORRES FILHO, E. T. A Crise da Economia Japonesa nos Anos 90 e a Retomada da Hegemonia Americana. In *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Maria da Conceição Tavares e José Luís Fiori (org.). Petrópolis, Rio de Janeiro: Vozes.1997.
- T.S, Yu. Financial Crisis in Asia. World Scientific Publishing. 2001.
- URRIOLA, Rafael. Chile's Economic liberalization and control of foreign capital inflow. *Studies on International Financial Architecture*, 2. 2000.

VERGARA, Rodrigo. Reform, growth and slowdown: lessons from Chile. Centro de Estudios Públicos. Santiago, Chile. 2002.