

MERCADOS FINANCEIROS, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E CRISES FINANCEIRAS NOS PAÍSES EMERGENTES

Anderson Antonio Denardin*
Maurício Simiano Nunes**
Roberto Meurer***

Resumo: Este trabalho teve como objetivo verificar a importância da assimetria de informação no mercado financeiro e identificar as possíveis consequências sobre o funcionamento do sistema financeiro e a atividade econômica em geral, especialmente nos países emergentes da Ásia e da América Latina. As evidências empíricas convergiram para a análise de crise que considera a assimetria de informação como seu elemento determinante – os modelos de terceira geração. Esses modelos consideram a crescente e desordenada liberalização dos mercados financeiros como responsável pela expansão de empréstimos (créditos), que conduziram à fragilização do sistema financeiro e aos consequentes ataques especulativos às moedas dos países emergentes. A maior parte das crises financeiras que acometeram o México (1994), sudeste asiático – Tailândia, Indonésia, Malásia e Coreia (1997) - e Argentina (2001) tiveram como fator chave os fundamentos microeconômicos, principalmente os inerentes a assimetria de informação e, mais especificamente, à deterioração do balanço patrimonial das corporações que compõem o sistema financeiro.

Palavras-chave: Mercados Financeiros, Assimetria de Informação, Economias Emergentes.

JEL: E44, G15, N15, N16.

Abstract: We examine the role of asymmetric information in financial markets of emerging economies. We find evidence supportive to the so-called third generation models. These models focus on the growing liberalization of financial markets that are responsible for borrowing expansion. This weakens the financial system prompting speculative attacks. We show that most financial crises were triggered by bad macroeconomic fundamentals, influenced by asymmetric information. In particular the worsening of corporate balance sheets played a role.

Keywords: Financial Markets, Asymmetric Information, Emerging Economies.

JEL Classification: E44, G15, N15, N1

* Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS – e-mail: denardin@ppge1.ppge.ufrgs.br

** Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS - e-mail: simianonunes@bol.com.br

*** Departamento de Economia da UFSC – e-mail: robertomeurer@yahoo.com

Introdução

As últimas décadas foram marcadas pela intensificação das transações econômicas internacionais, o que se evidencia pelo intenso processo de liberalização nos mercados financeiros que permitiu um aumento no fluxo de capitais em escala global. Alguns países da América Latina e do sudeste da Ásia se utilizaram, no início dos anos noventa, da relativa estabilidade no fluxo desses capitais e voltaram a ter um papel importante na alocação de *portfólio* global. Após um período de euforia na captação de recursos externos, que permitiu assegurar uma relativa estabilidade nos níveis de preços, combinada com um rápido crescimento da atividade econômica, os países latino-americanos e do sudeste asiático foram surpreendidos por uma reversão nessa tendência. Isso ocorreu ao deflagrar-se o ataque especulativo contra a moeda Mexicana (1994), da Tailândia, Coreia, Indonésia e Malásia (1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2001). Diante das proporções tomadas e danos provocados pela crise, muitas análises já estabelecidas se mostraram limitadas. Uma análise que tem ganhado destaque na explicação das crises financeiras considera a assimetria de informação como elemento crucial para a determinação da fragilização financeira e da conseqüente crise por ela gerada.

Concentrando o foco nessa análise, o presente artigo procura destacar a importância da assimetria de informação entre tomador de crédito e fornecedor de crédito no mercado financeiro e identificar as possíveis conseqüências sobre o funcionamento do sistema financeiro e a atividade econômica, especificamente nos países emergentes da Ásia e da América Latina. A seção 2 destaca a importância do sistema financeiro e da assimetria de informação; a seção 3 aponta os fatores que conduzem à crise financeira, suas especificidades e a importância do regime cambial para o caso de países emergentes; a seção 4 considera as evidências empíricas de crises financeiras em alguns países da Ásia e da América Latina. Por fim, faz-se uma breve conclusão.

Mercados financeiros e assimetria de informação: considerações gerais

Importância dos mercados financeiros

Os mercados financeiros têm papel fundamental para garantir a operação eficiente das atividades econômicas, ao canalizar recursos de agentes que os detenham em excesso para aqueles que se encontrem com escassez e que desejam consumir ou investir mais que suas disponibilidades. O sistema

financeiro permite que pessoas com boas oportunidades de investimentos (projetos com valor presente líquido positivo), mas com escassez de recursos, possam expandir a produção de bens e serviços, e os consumidores podem expandir sua capacidade de consumo presente e aumentar seu nível de bem-estar. Portanto, ao operar de forma eficiente, o sistema financeiro permite um aumento na atividade produtiva e no bem-estar da sociedade em geral.

Existem dois tipos de fluxos diferentes para a transferência de recursos entre os poupadores e tomadores de empréstimos: o financiamento direto e o financiamento indireto. No financiamento direto ou desintermediado, os credores transferem fundos diretamente aos tomadores de empréstimos em mercados como o de dívida e ações, utilizando instrumentos financeiros como debêntures, bônus ou ações. No financiamento indireto ou intermediado os agentes depositam os seus recursos nos intermediários financeiros, que os emprestam aos tomadores. A atuação dos intermediários é significativa porque, por meio de economias de escala e *expertise*, conseguem reduzir custos de transação e os efeitos da assimetria de informação.

De acordo com Gertler (1988), os bancos são eficientes para reduzir custos de transação e produzir informações pois, considerando seu tamanho, podem tirar vantagem na confecção de contratos e na utilização de equipamentos para a realização de transações financeiras, obtendo ganhos de escala. Adicionalmente, desenvolvem *expertise* com a especialização na análise de crédito, reduzindo os problemas informacionais. Mishkin (1996, 2001) destaca as vantagens dos bancos na coleta de informações, ao engajarem-se em relações de longo prazo com seus clientes e fornecer empréstimos usando arranjos de linhas de créditos. Adicionalmente, de suas habilidades em realizar um exame minucioso do balanço patrimonial de seus clientes provêm adicionais vantagens para monitorar o comportamento dos tomadores de crédito.

Os bancos também apresentam vantagens em reduzir o risco moral porque, como demonstrado por Diamond (1984), eles podem engajar-se em baixos custos de monitoramento e, como apontam Stiglitz e Weiss (1981), apresentam vantagens em prevenir riscos incorridos pelos tomadores de crédito na medida em que podem cortar futuros empréstimos para disciplinar seu comportamento. Portanto, a vantagem natural em coletar informações explica o papel fundamental dos bancos nos países desenvolvidos e, considerando a dificuldade em adquirir informações nos países em desenvolvimento, sua amplitude é aumentada para o sistema financeiro desses países.

Cabe destacar, entretanto, que no momento em que o sistema financeiro deixa de cumprir com eficiência a função de transferência de recursos entre os agentes, o funcionamento do sistema econômico é comprometido e o crescimento econômico obstruído. Um elemento que compromete o funcionamento eficiente do sistema financeiro é a presença de assimetria de informações.

Assimetria de informação no sistema financeiro

No caso de contratos financeiros, a assimetria de informação nasce do fato de o credor (*lender*) não possuir suficiente informação nem controle sobre a alocação dos fundos por parte do devedor (*borrower*). Ao contrário de outros mercados, em que as relações comerciais se liquidam no ato da transação, no mercado financeiro, um devedor empresta dinheiro no presente em troca de uma promessa futura de pagamentos, a partir dos futuros lucros que o investimento venha a gerar. Sem um conhecimento preciso sobre a honestidade do devedor, o credor se vê obrigado a julgar o valor da promessa. Dessa forma, um devedor oportunista tem incentivos para ocultar informações relativas à natureza de seus projetos, a aplicar fundos em um destino diferente do contratado, ou declarar lucros fictícios para ludibriar o reembolso dos recursos e melhorar seus lucros às custas do credor (BEBCZUCK, 2000). Portanto, um tomador de empréstimos tem melhores informações que o credor sobre o potencial de retorno e o risco envolvido no investimento. Assim, a presença de assimetria de informação acaba criando dois problemas clássicos no sistema financeiro: seleção adversa e risco moral (*moral hazard*).

A seleção adversa é um problema decorrente de assimetria de informação que ocorre antes que a transação ocorra. Segundo Mishkin (1999), a seleção adversa nos mercados financeiros ocorre quando os tomadores potenciais mais prováveis de produzir um resultado indesejável são aqueles que mais ativamente buscam empréstimos e, portanto, são os mais prováveis de serem selecionados. Os agentes que correm elevados riscos são provavelmente aqueles que pretendem tomar empréstimos mesmo com o risco de *default*. Desde que a seleção adversa torne evidente que os empréstimos podem ser direcionados para investimentos com elevado risco, os credores podem decidir não fazer nenhum empréstimo até mesmo se existem investimentos com baixo risco no mercado. Este resultado é uma característica do clássico “problema dos limões”, exemplo no mercado de automóveis, primeiramente desenvolvido por Akerlof (1970).

De acordo com Stiglitz e Weiss (1981), o problema dos limões ocorre nos mercados de dívida e de ações quando os credores têm problemas para determinar se um empréstimo é considerado menos arriscado (tem boas oportunidades de investimento com baixo risco) ou, alternativamente, se é arriscado (tem projeto de investimento com alto risco). Quando os credores não conseguem distinguir entre os tomadores de crédito de boa e má qualidade (limões), eles somente farão empréstimos a uma taxa de juros que reflita a qualidade média de bons e maus tomadores. Assim, os tomadores de alta qualidade pagarão uma taxa de juros mais alta do que estariam dispostos, enquanto os tomadores de baixa qualidade acabam pagando uma taxa de juros abaixo daquela que estariam dispostos a pagar. O resultado é que alguns tomadores de crédito de boa qualidade, não estando dispostos a pagar elevadas taxas de juros, acabam saindo do mercado,

enquanto os tomadores de empréstimos de má qualidade são levados a tomar empréstimos. Dessa forma, projetos de investimentos lucrativos que poderiam ser empreendidos são substituídos por projetos de investimentos de alto risco, que acabam predominando nas carteiras de ativos das instituições financeiras.

O risco moral, por sua vez, é um problema de assimetria de informação que ocorre após a transação ter ocorrido, quando o credor está sujeito ao risco de o tomador de empréstimo ter incentivo a se engajar em atividades que são indesejáveis do ponto de vista do credor, isto é, atividades que tornam menos provável que os empréstimos sejam honrados. Com isso, transferem custos aos credores caso seus projetos venham a fracassar. Além disso, os tomadores de empréstimos têm incentivos para sublocar fundos para uso pessoal ou a empreender investimentos em projetos não lucrativos que visem a aumentar seu poder e/ou *status*. Portanto, o risco moral pode criar um conflito de interesses entre tomadores e credores, o problema de agência, fazendo com que fornecedores de crédito decidam não realizar empréstimos. Dessa forma, tanto créditos como investimentos serão alocados em um nível sub-ótimo (MISHKIN, 1992).

Verifica-se, assim, que a presença de informação assimétrica no mercado financeiro pode levar a problemas de seleção adversa e risco moral, e daí ao rompimento do seu mecanismo de operação e conduzir a uma crise financeira e redução da atividade econômica agregada. Por isso, a informação assimétrica pode ser aplicada para entender a estrutura do sistema financeiro e a racionalidade para a regulação e supervisão bancária e para desenvolver uma teoria para crise financeira e bancária, conforme destacam trabalhos de Bernanke (1983), Calomiris e Gorton (1991), Mishkin (1992, 1996), Calvo e Mendoza (1996), Krugman (1998), Corsetti, Pessenti e Roubini (1998).

Um outro aspecto da informação assimétrica pode se manifestar na assunção de riscos por parte dos agentes emprestadores do sistema financeiro. Como existe externalidade positiva decorrente da operação do sistema financeiro, há interesse em sua manutenção, o que leva à necessidade de regulação do sistema financeiro pelo Estado. Esta regulação procura evitar que os bancos assumam riscos excessivos, através de limitações à capacidade de geração de empréstimos e fiscalização de operações e auditoria na qualidade dos empréstimos. A qualidade da supervisão do sistema financeiro influenciará a gestão de risco por parte dos bancos e, desta forma, também a relação entre o seu comportamento e a atividade econômica (BLINDER; STIGLITZ, 1983).

Assimetria de informação e crises financeiras

A crise financeira interferirá na atividade econômica quando deslocar a economia de um equilíbrio com elevados níveis de produto, no qual o

mercado financeiro opera eficientemente, para um equilíbrio em que o produto declina significativamente. Conforme Mishkin (1992, 1996, 2000, 2001), uma crise financeira ocorre quando há uma ruptura não linear no mercado financeiro, no qual elevam-se os problemas referentes à seleção adversa e risco moral, de modo que os mercados financeiros se tornam incapazes de canalizar fundos, de forma eficiente, para aqueles que dispõem de oportunidades de investimento produtivo. A crise financeira, assim definida, resulta da incapacidade dos mercados financeiros em funcionar eficientemente, o que leva a uma contração da atividade econômica.

Fatores que conduzem à crise financeira

Mishkin (1992) aponta cinco fatores que podem levar a uma piora nos problemas de seleção adversa e risco moral no mercado financeiro, tornando-os responsáveis diretos para a ocorrência de uma crise financeira: aumento na taxa de juros, queda no mercado de ações, aumento na incerteza, pânico bancário, queda não antecipada no nível geral de preços.

Aumento nas taxas de juros: se as taxas de juros do mercado estão elevadas devido à crescente demanda por crédito ou devido a uma queda na oferta de moeda, é pouco provável que tomadores de crédito que possuam baixo risco queiram tomar empréstimos. O aumento na taxa de juros incentiva empresas, que se apresentam financeiramente saudáveis e com projetos mais seguros, a abandonarem o financiamento por captação externa, preferindo investir com capitais próprios ou adiar seus investimentos. Por outro lado, haverá uma maior demanda de créditos por parte daqueles que possuem um risco de crédito elevado, com projetos de investimentos de alto risco, diminuindo a qualidade dos projetos de investimentos no sistema financeiro, o que resulta em um agravamento do problema de seleção adversa. Considerando que os maus pagadores sejam os mais prováveis tomadores de empréstimos, os credores desejarão reduzir a oferta de crédito, resultando em um declínio no volume de empréstimos, o que levará a uma queda no nível de investimentos e na atividade econômica. A assimetria de informação e o resultante problema de seleção adversa conduzem ao racionamento de crédito, que ocorre quando os credores se negam a realizar empréstimos para alguns tomadores mesmo quando estes estão dispostos a pagar altas taxas de juros (STIGLITZ; WEISS, 1981). Jaffee e Russell (1979) destacam um segundo tipo de racionamento de crédito em que os credores fazem empréstimos, mas limitam seu volume a uma quantidade inferior à desejada pelos tomadores, para evitar o risco moral.

Queda no mercado de ações: um mecanismo que ajuda o mercado financeiro a resolver problemas de assimetria de informação é o uso de

garantias (*collateral*), que reduzem as consequências da seleção adversa e risco moral porque as perdas dos credores são menores, no caso de um *default*. O patrimônio líquido das empresas desempenha o papel de garantia, desde que a firma apresente valor líquido elevado. Conforme Bernanke e Gertler (1989), quando uma firma que procura crédito apresenta um elevado patrimônio líquido, as consequências da seleção adversa e do risco moral são menos importantes e os credores estarão mais dispostos a realizar empréstimos. Dessa forma, a informação assimétrica no mercado de crédito gera um mecanismo de transmissão da política monetária que opera através dos preços dos ativos e do balanço das firmas, conhecido como o canal do crédito (BERNANKE; GERTLER, 1995; CECCHETTI, 1995; HUBBARD, 1995). Entretanto, com a queda no preço das ações, os credores estão menos protegidos contra as consequências da seleção adversa e os tomadores de empréstimos têm crescentes incentivos para engajar-se em risco moral, o que reduz a disposição dos credores a emprestar, levando a uma queda no investimento e na atividade econômica.

Aumento na incerteza: o insumo básico do mercado financeiro é a informação (STIGLITZ, 1993, p. 38). No entanto, as informações necessárias para se conceder um empréstimo ou comprar ações são insuficientes ou incompletas. Além disso, os diversos agentes podem ter acesso a diferentes tipos de informação que, às vezes, são complementares ou contraditórias, gerando incertezas sobre a eficácia na alocação de recursos provenientes do setor financeiro. A elevação da incerteza sobre a capacidade de solvência do sistema financeiro, em decorrência da falência ou de problemas enfrentados por instituições financeiras ou não financeiras, uma recessão, ou uma queda no mercado acionário, dificulta a seleção dos riscos de créditos bons ou ruins. Além disso, o aumento na incerteza amplia problemas da assimetria de informação, tornando os credores ainda mais cautelosos para emprestar, o que leva a um declínio nos empréstimos, queda no investimento agregado e no nível de atividade.

Pânico Bancário (simultânea falência de muitos bancos): em uma situação de pânico, os depositantes temem pela segurança de seus depósitos e passam a retirá-los do sistema bancário, causando uma contração nos empréstimos e múltipla contração nos depósitos, o que pode levar os bancos à falência. A assimetria de informação é determinante para este processo porque a fuga de depósitos acomete tanto os bancos solventes quanto os insolventes, na medida em que os depositantes não consigam fazer distinção entre ambos. Dessa forma, na tentativa de se autoprotegerem de possíveis fugas de depósitos, os bancos são levados a aumentar suas reservas, contribuindo para a contração nos níveis de empréstimos e nos depósitos e ampliando a escala de falências bancárias. Um pânico bancário também pode acarretar um aumento na taxa de juros ao promover redução na liquidez. O

aumento na taxa de juros aprofunda os problemas de seleção adversa no mercado de crédito e reduz o valor líquido das firmas, que, por sua vez, aumenta o problema de risco moral.

Queda não antecipada no nível de preços: uma redução não antecipada no nível de preços contribui para a redução no valor líquido das firmas, devido ao fato de o pagamento das dívidas ser contratualmente fixado em termos nominais. Por isso, uma queda não antecipada no nível de preços aumenta o valor das obrigações em termos reais, mas não aumenta o valor real dos ativos das firmas concomitantemente. Como resultado, tem-se uma redução, em termos reais, do valor líquido das empresas. Fisher (1933) descreve essa situação como uma espécie de deflação da dívida. Assim, quando a deflação da dívida ocorre, a deterioração do valor líquido das firmas reduz a garantia das empresas, levando a um aumento nos problemas de seleção adversa e risco moral. Como resultado, tem-se uma redução nos gastos com investimentos e na atividade econômica por um longo período de tempo.

O Papel da assimetria de informação nas crises financeiras

Com a incapacidade dos modelos tradicionais em captar a natureza das recentes crises, surge uma terceira geração de modelos, também conhecidos como modelos de crise financeira, desenvolvida ao longo da década de 1990. Contrariando a ideia apresentada nos modelos de primeira e segunda gerações, de que o mercado financeiro opera de forma eficiente, incorporam a hipótese de assimetria de informações e consideram as crises cambiais como sendo pré-anunciadas por “crises financeiras” derivadas de problemas de seleção adversa e risco moral (MISHKIN, 1999; CORSETTI, PESSENTI e ROUBINI, 1998; KRUGMAN, 1998).

Esses modelos consideram a crescente e desordenada liberalização dos mercados financeiros como responsável pela expansão dos empréstimos, que conduziram à fragilização do sistema financeiro e, conseqüentemente, aos ataques especulativos contra as moedas dos países emergentes. A deterioração do setor bancário é considerada como principal fundamento da crise financeira e os danos provocados pelas desvalorizações cambiais, altas taxas de juros e desvalorização dos ativos como o principal determinante das contrações econômicas. Essa interpretação tem sido a mais próxima das evidências verificadas em algumas economias atingidas pela crise.

Mishkin (1996), por exemplo, demonstra que houve certa regularidade na seqüência e no padrão dos dados nos episódios de crises que ocorreram nos Estados Unidos, de acordo com a interpretação da assimetria de informações para as crises financeiras. Antes da ocorrência de um pânico bancário, a maioria das crises financeiras inicia com um aumento na taxa de juros, um *crash* no

mercado de ações e um significativo aumento no *spread* das taxas de juros. Além disso, o pânico é precedido pela falência de grandes empresas financeiras e pelo início de uma grande recessão, o que aumenta a incerteza no mercado. O aumento da incerteza e das taxas de juros amplifica os problemas de seleção adversa no mercado de crédito, enquanto o declínio no mercado de ações aumenta tanto o problema da seleção adversa quanto o risco moral, que conduzem a um declínio no nível de investimento e na atividade econômica. Após estes problemas apresentarem-se superdimensionados, o mercado financeiro é acometido por um pânico bancário. Uma vez que o pânico bancário se manifesta, a perda de liquidez causa um aumento ainda maior nas taxas de juros, queda no mercado de ações e um aprofundamento nos problemas de seleção adversa e risco moral. Esta sequência de eventos é semelhante entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento, e é consistente com a abordagem da assimetria de informação, embora os países em desenvolvimento guardem algumas especificidades (HAUSMAN e GAVIN, 1995; KAMINSKY e REINHARDT, 1996).

Análises sobre as crises sofridas recentemente por países emergentes enfatizam os fundamentos, particularmente fundamentos microeconômicos, advindos de problemas no setor financeiro (CORSETTI, PESSENTI e ROUBINI, 1998; GOLDSTEIN, 1998; KRUGMAN, 1998 e MISHKIN, 1999). Em termos gerais, o foco dos estudos reside na maneira pela qual os balanços dos bancos possam estar comprometidos em obrigações denominadas em moeda externa sem um *hedge* efetivo, o que pode acarretar consequências adversas para a economia real. De acordo com Disyatat (2004), quando o setor bancário é saudável, o modelo padrão keynesiano se aplica, o produto se eleva e os custos dos fatores declinam. No entanto, quando o sistema financeiro é fraco, a desvalorização da moeda traz consigo a contração da economia real. Adicionalmente, o modelo prevê que a elevada imperfeição no mercado financeiro aumente a probabilidade de que o país sofra contração no produto após uma desvalorização. Um número crescente de trabalhos tem destacado o papel das instituições financeiras nas crises. Chang e Velasco (1998), por exemplo, analisaram a interação entre intermediários financeiros e crises monetárias. Segundo os autores, a crise acontece quando há um pânico autorrealizável dos depositantes líquidos, o que resulta no colapso no setor real e nos níveis de investimentos. Por fim, estudos que incorporaram o sistema financeiro num contexto de crise, conforme as ideias subjacentes aos problemas de risco moral na concessão do empréstimo, o fizeram via canal do crédito. A intuição que permeia essa ideia é simplesmente supor garantias financeiras por parte do governo, o que conduziria os bancos a empréstimos excessivos, resultando em créditos de má qualidade e a consequente exposição da taxa de câmbio (KRUGMAN, 1998; BURNSIDE et al 1998).

A maior parte das crises financeiras nos países emergentes teve como fator chave os problemas de assimetria de informação, mais especificamente

a deterioração do balanço patrimonial do setor financeiro. Conforme examinado por Kaminsky e Reinhart (1998a; 1998b), as crises financeiras recentes na Ásia e na América Latina apresentam combinações de fatores macro e microeconômicos. Na versão original de Kaminsky e Reinhart (1998a), datada de 1995, as autoras haviam encontrado diferenças significativas entre os episódios de crise financeira nas duas regiões, inclusive a maior frequência e intensidade na América Latina. Kaminsky e Reinhart (1998b), porém, concluem que as diferenças regionais parecem estar se diluindo. Isso porque algumas das diferenças na volatilidade das contas de capital nos balanços de pagamentos e dos setores financeiros teriam diminuído a partir da combinação, comum às duas regiões, entre mercados financeiros desregulamentados e mobilidade de capital no contexto de globalização financeira. Com a ascensão relativa de capitais de curto prazo na composição dos fluxos de ingresso de capital externo e, ao mesmo tempo, os *booms* de crédito alimentando os surtos de elevação dos preços imobiliários e dos ativos que antecederam o estouro de suas “bolhas” em 1997, a Ásia estaria revivendo os episódios pós-liberalização financeira da América Latina. Todavia, Canuto e Lima (1999) observam uma diferença relevante entre os dois casos. Enquanto os riscos morais no caso asiático decorreram do recurso potencial e implícito às redes de segurança, na América Latina a experiência tem sido de recurso efetivo e explícito a mecanismos de socialização das perdas.

Conforme documentado em Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), Goldstein (1998), World Bank (1998), com a liberalização nos mercados financeiros, desapareceram as restrições sobre tetos nas taxas de juro e tipos de empréstimo. Assim, a liberalização financeira passou a ser grande responsável pela expansão dos empréstimos, cuja taxa de crescimento superou significativamente as taxas de crescimento da produção. Nesse contexto, após a abertura no ambiente competitivo, os bancos tendem a revelar deficiências concorrenciais perante novos ingressantes e as inovações financeiras dos próprios bancos. Falta a estes bancos, no novo quadro, uma estrutura patrimonial, inclusive do “capital informacional” (STIGLITZ, 1993), adequada ao novo ambiente. Conforme Diaz-Alejandro (1985), o resultado da liberalização, em tais condições, pode ser a acentuação da instabilidade bancária e financeira das economias em desenvolvimento.

Um problema correlato diz respeito ao “aprofundamento financeiro” precoce e sem solidez que apresentam algumas economias emergentes. Em geral, índices crescentes de valor dos agregados monetários mais amplos em relação ao PIB são vistos como um dos traços característicos da maturidade financeira que acompanha os estágios avançados de desenvolvimento econômico. Não necessariamente tem ocorrido assim nos casos das economias emergentes. Já no caso de economias avançadas, há baixa presença de mecanismos desenvolvidos de *funding* de longo prazo para os bancos, no

lado dos passivos, e de securitização no lado dos ativos, que permitiria maior liquidez e transferência de riscos. No caso da liquidez da carteira de ativos bancários, esta acaba sendo administrada com predileção por empréstimos de curto prazo, títulos da dívida pública ou aplicações em ativos especulativos (inclusive imobiliários, quando há liquidez em seus mercados secundários). Portanto, dadas essas circunstâncias e a provável ocorrência de uma expansão na concessão de créditos, o problema reside não no fato de os empréstimos se expandirem, mas no modo como o fazem, a saber, de forma bastante rápida, resultando em uma excessiva exposição ao risco.

Além disso, conforme a interpretação de Krugman (1998), a taxa de retorno considerada pelos intermediários financeiros ao executarem seus investimentos - a qual denominou taxa de retorno *Panglos* - é sempre mais elevada do que a taxa de retorno que os investimentos podem realmente proporcionar. Isso ocorre porque os resultados que realmente importam para a decisão dos investidores são os que se encontram acima da taxa de retorno mínima, dado que eles percebem as garantias asseguradas pelo governo. Em tais circunstâncias, o risco moral, na medida em que favorece o comportamento arriscado dos bancos, tende a incentivar investimentos em excesso.

Um exemplo desse processo de risco crescente com expansão de créditos é destacado por Soros (1998), ao analisar os países asiáticos. Segundo ele, esses países mantinham um mecanismo informal que atrelava suas moedas ao dólar dos Estados Unidos. A aparente estabilidade da âncora cambial estimulou os bancos e empresas da região a tomarem empréstimos na moeda americana para converter os dólares em moedas locais, sem *hedge*; em seguida, os mesmos bancos se alavancaram concedendo empréstimos ou realizando investimentos em projetos locais, sobretudo imobiliários. Era uma alternativa de ganho sem risco, desde que mantida a âncora cambial.

Esta situação da tomada de risco por parte dos bancos mostra a necessidade da regulação estatal sobre o comportamento do sistema financeiro. Os bancos podem correr riscos muito elevados ou terem uma reduzida relação entre capital próprio e empréstimos efetuados caso não sejam controlados, e pode existir a possibilidade de o banco central ou, em sentido mais amplo, o Estado funcionar como emprestador de última instância, socorrendo os bancos em dificuldades por terem incorrido riscos excessivamente elevados.

Arranjos cambiais e o papel das instituições

A razão pela qual alguns países em desenvolvimento escolhem fixar suas moedas a uma moeda estável como o dólar está no fato deste constituir uma âncora para garantir a estabilidade de preços. No entanto, a análise da assimetria de informação, de acordo com Mishkin (1996), ilustra quão perigoso

o regime de taxas de câmbio fixas pode ser para um país em desenvolvimento se este apresentar um sistema financeiro frágil, curta duração nos contratos de dívida e substancial montante de dívidas denominadas em moeda estrangeira.

Complementarmente, uma nova teoria acerca dos arranjos cambiais e o papel das instituições domésticas na incidência de crises financeiras têm destacado que as características institucionais podem predispor o país em favor de um determinado arranjo institucional e, a partir daí, voltar à questão de se a escolha de taxas fixas ou flutuantes podem favorecer o desenvolvimento de certas características institucionais desejáveis.

Pesquisas sobre o desenvolvimento institucional em países emergentes ainda estão em seu estágio inicial, mas desenvolvendo-se rapidamente, como por exemplo La Porta (et al., 1996), Shleifer e Vishny (1999), Boone (et al., 2000). Calvo e Mishkin (2003) acreditam que o sucesso macroeconômico em mercados emergentes não é determinado primeiramente pela escolha da taxa de câmbio, mas pela saúde das instituições macroeconômicas fundamentais. Nesse sentido, os modelos tradicionais na escolha de regimes de taxa de câmbio, principalmente para mercados emergentes, podem ser inócuos se desconsiderarem as características institucionais comuns nessas economias, como fragilidade fiscal, financeira e das instituições monetárias, dolarização das dívidas e vulnerabilidade a cortes repentinos dos influxos de capital externo.

A fragilidade fiscal e financeira deixa a economia altamente vulnerável a altas inflações e crises monetárias. Uma lição da aritmética monetarista discutida em Sargent e Wallace (1981) e a recente literatura acerca das teorias fiscais sobre o nível de preços enfatizam que uma política fiscal irresponsável pressiona as autoridades monetárias a promoverem a monetização das dívidas. Isso produz rápido crescimento monetário, alta inflação e pressiona para a desvalorização na taxa de câmbio. Similarmente, frágeis regulação e supervisão do sistema financeiro podem resultar em grandes perdas nos balanços dos bancos, impossibilitando a elevação das taxas de juros por parte das autoridades monetárias para controlar a inflação e a taxa de câmbio, pois poderia conduzir ao colapso do sistema financeiro. Dessa forma, em economias cujo governo incorre em grandes déficits fiscais, em que os bancos são fracamente regulados e o banco central pode expandir a oferta monetária sem restrição, o valor real da moeda não pode ser tomado como garantia, de forma que o regime cambial adotado pouco influiria na resolução dos problemas inerentes às instituições domésticas.

No caso da dolarização, os depósitos em moeda externa induzem os bancos a oferecerem empréstimos denominados em moeda externa para não correrem o risco cambial. Essa dolarização da dívida conduz a um pesado impacto de uma desvalorização aguda da moeda. A má desvalorização cria

uma situação em que as corporações que apresentam dívidas em dólar se tornam inábeis a cumprir seus compromissos, porque a receita é denominada em moeda doméstica, mas suas responsabilidades em moeda externa, reduzindo seus lucros e gerando inadimplência, o que reduz os empréstimos e leva à recessão (MISKIN, 1996, CALVO, 2001).

Outra consideração importante diz respeito à vulnerabilidade a grandes variações negativas no influxo de capital, que frequentemente tem um componente não antecipado, e contribui para a incidência de crises financeiras e monetárias. Calvo e Reinhart (2000) argumentam que esse fenômeno é frequente em países emergentes, assim como grandes desvalorizações da moeda doméstica provavelmente estão associadas à fragilidade das instituições fiscais e financeiras.

Portanto, a ligação entre fragilidade institucional, súbita interrupção do influxo de capital e dolarização das obrigações leva ao colapso nos balanços das firmas e à queda na atividade econômica. A depreciação da moeda conduz a uma ampla variação nos preços relativos, com impacto na distribuição de renda e riqueza, além de afetar negativamente as taxas de crescimento do produto e nível de emprego (CALVO; IZQUIERDO; TALVI, 2002).

Pode-se considerar, portanto, que a interdependência entre instituições e regimes cambiais ajuda na explicação de resultados empíricos sobre a incidência de crises financeiras, haja vista que o simples fato de implementar taxas de câmbio fixas ou flutuantes explica pouco sobre pequenas flutuações no produto, ou se o país obteve maior ou menor crescimento econômico. Além disso, quando se observa mais cuidadosamente a performance macroeconômica de um determinado país, o regime de taxas de câmbio parece ter menos importância do que as características institucionais na promoção da estabilidade de preços.

Folkerts-Landau (et al., 1995) argumentam que, por conta do aumento no fluxo de capital estrangeiro, os mercados dos países emergentes da Ásia experimentaram um significativo aumento em seu setor bancário. Novamente, como resultado da excessiva expansão de crédito com elevado grau de risco tem-se a ocorrência de enormes prejuízos nos empréstimos com subsequente deterioração nas estruturas dos balanços das instituições financeiras. Essa deterioração dos demonstrativos contábeis das instituições financeiras representou o fundamento básico que conduziu os países emergentes às crises financeiras, sobretudo para os países do sudeste da Ásia (MISHKIN, 1999).

É notório que num ambiente caracterizado por fragilidade no sistema financeiro os agentes passem a duvidar da capacidade do banco central em intervir no mercado através da elevação da taxa de juros para manter a taxa de câmbio fixa. Ainda mais se considerarem que qualquer aumento nas taxas de juros tem o efeito adicional de enfraquecer o sistema bancário ao contribuir

para a deterioração dos demonstrativos contábeis. Este efeito negativo promovido pelo aumento nas taxas de juros sobre os demonstrativos contábeis dos bancos pode ocorrer devido aos diversos vencimentos dos empréstimos não honrados e da exposição dos bancos ao crescente risco de crédito enquanto a economia se deteriora.

Além disso, na medida em que os investidores estiverem cientes da fraqueza do sistema bancário e passarem a acreditar que se torna cada vez menos provável que o banco central tenha sucesso em defender a moeda doméstica e esperarem lucro com a venda da moeda estrangeira, provavelmente ocorrerá um ataque especulativo bem-sucedido. Sob essa concepção, a deterioração do setor bancário é o principal fundamento que leva à crise monetária, pois a deterioração dos demonstrativos contábeis estimula a ocorrência de ataques especulativos, dificultando a ação dos Bancos Centrais em defender as moedas nacionais. Portanto, a passagem da crise financeira para um contexto de crise monetária está vinculada à ligação entre os setores interno e externo da economia, via taxa de câmbio. As desvalorizações cambiais que sucedem o início de uma crise monetária contribuem para o aprofundamento da crise no sistema financeiro.

Mishkin (1999) sintetiza um ponto fundamental dos “modelos de terceira geração” que sugere que a ocorrência de ataques especulativos nas recentes crises advém da crise financeira, estabelecendo de forma clara o vínculo entre assimetria de informação, crise financeira e crise cambial. A crise cambial agrava os problemas financeiros porque aumenta as dívidas das empresas. Um segundo mecanismo que vincula crises monetárias com crises financeiras é o aumento dos juros necessário à contenção da inflação gerada pela desvalorização e aumento das despesas financeiras e redução das receitas. Os bancos também são afetados por terem aumento em moeda doméstica do seu passivo em moeda estrangeira.

Evidência empírica de crises financeiras nos países emergentes

As crises analisadas nesta seção apanharam os observadores de surpresa, pois os fundamentos macroeconômicos, conforme descrito nos modelos de primeira e segunda gerações, nos quais baseavam suas análises, mostraram-se saudáveis. Os desequilíbrios macroeconômicos convencionais foram de limitada importância nessas crises¹.

O déficit fiscal, gerador da expansão monetária no modelo de Krugman (1979), não foi, em geral, verificado para os países do sudeste asiático, os quais foram mais duramente atingidos pela crise. A situação mais comum

para estas economias é a verificação de superávits. Lane e Tsikata (1999), por exemplo, salientam que os balanços dos governos centrais, nos países asiáticos, vinham consolidando seus superávits orçamentários durante todo o período entre 1990 e 1996. A forte posição fiscal reflete, em parte, o esforço despendido ao longo dos anos 1980 (Indonésia e Tailândia) ou mais recentemente (Coreia do Sul) em busca do equilíbrio. Como a posição fiscal dessas economias registrou significativa melhora e o crescimento econômico foi contínuo, a razão dívida pública/PIB mostrou uma tendência declinante nos três países. Até mesmo os países da América Latina, onde os déficits eram tradicionalmente considerados problemáticos, estes não representavam perigo, dado o compromisso e o esforço dos governos em busca do ajuste fiscal. As variáveis macroeconômicas relevantes para os países asiáticos que foram mais duramente atingidos pela crise são sintetizadas na tabela 1.

Tabela 1 – indicadores econômicos selecionados para a Indonésia, Coreia, Tailândia e Malásia

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Indonésia										
Crescimento do PIB real	9,0	8,9	7,2	7,3	7,5	8,2	8,0	4,6	-13,6	-3,9
Inflação	7,8	9,4	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,6	60,7	25,4
Balanco do Governo Central/PIB	1,34	0,04	-1,15	-0,71	0,01	0,77	1,16	-0,67	-4,46	-6,48
Crescimento Monetário Amplo	29,7	24,6	22,6	21,1	21,8	26,7	27,0	27,4	61,7	15,6
Coreia										
Crescimento do PIB real	9,5	9,1	5,1	5,8	8,6	8,9	7,1	5,5	-5,5	2,0
Inflação	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	1,8
Balanco do Governo Central/PIB	-0,67	-1,62	-0,49	0,64	0,32	0,35	0,28	0,28	-3,78	-5,12
Crescimento Monetário Amplo	17,2	21,9	14,9	16,6	18,7	15,6	15,8	14,1	25,2	n.d
Tailândia										
Crescimento do PIB real	11,6	8,1	8,2	8,5	8,6	8,8	5,5	-0,4	-8,0	1,0
Inflação	6,0	5,7	4,1	3,4	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1	0,5
Balanco do Governo Central/PIB	4,9	4,14	2,53	1,98	1,98	2,49	1,04	-1,62	-2,88	-3,84
Crescimento Monetário Amplo	26,7	19,8	15,6	18,4	12,9	17,0	12,6	16,4	9,5	4,7
Malásia										
Crescimento do PIB real	9,6	8,6	7,8	8,3	9,3	9,4	8,6	7,7	-7,5	-1,6
Inflação	2,8	2,6	4,7	3,5	3,7	3,4	3,5	2,7	5,3	3,8
Balanco do Governo Central/PIB	-3,08	-2,48	0,13	0,52	1,45	1,30	1,07	2,58	-1,91	-6,05
Crescimento Monetário Amplo	18,2	24,4	18,1	23,8	15,8	18,2	23,7	9,6	1,3	6,1

Fonte: Lindgren et al. FMI (*Occasional Paper* 188, 1999, p. 10).

O único elemento que se alinha com a interpretação de crise apresentada pelos modelos de primeira e segunda gerações é a utilização de algum tipo de administração da taxa de câmbio. De acordo com Berg (1999), períodos

de taxas de câmbio reais sobrevalorizadas, medidas como desvios da paridade do poder de compra (PPC), tendem a ser seguidas por profundas desvalorizações reais e nominais. Porém, utilizando-se esta medida, a taxa de câmbio real não apresentou sinais de valorizações significativas antes da crise, mas, considerando o desempenho positivo das demais variáveis, não chegava a representar ameaça.

O excesso de investimento que ocorreu nessas economias, com bases frágeis e sob elevado grau de risco, característicos de ambientes mal regulamentados e supervisionados, sujeitos a graves problemas de assimetria de informação, contribuiu para a deterioração dos balanços dos bancos. Apresentamos, na tabela 2, como variáveis relevantes a serem analisadas o passivo externo dos bancos em relação ao nível de reservas e o crédito ao setor privado em relação ao PIB.

Tabela 2 – Relação passivo externo/reservas e crédito ao setor privado/PIB para economias selecionadas

TABELA 2 - RELAÇÃO PASSIVO EXTERNO/RESERVAS E CRÉDITO AO SETOR PRIVADO/PIB PARA ECONOMIAS SELECIONADAS					
Brasil (Real)	1994	1995	1996	1997	1998
Passivo Externo/Reservas	1,05	0,90	0,94	1,16	1,41
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,45	0,31	0,26	0,26	0,29
México (Peso)	1989	1990	1991	1992	1993
Passivo Externo/Reservas	5,74	3,53	2,35	2,38	2,15
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,19	0,23	0,29	0,37	0,42
Coreia (Won)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	1,51	1,67	1,63	2,03	2,83
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,58	0,60	0,61	0,66	0,74
Tailândia (Bath)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,70	1,20	1,45	1,52	1,81
Crédito ao Setor Privado/PIB	1,11	1,27	1,39	1,45	1,60
Indonésia (Rupiah)	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,86	0,93	0,85	0,68	0,91
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,49	0,52	0,53	0,55	0,61
Malásia	1993	1994	1995	1996	1997
Passivo Externo/Reservas	0,51	0,32	0,35	0,43	0,62
Crédito ao Setor Privado/PIB	0,75	0,75	0,85	0,93	1,04

Fonte: *International Financial Statistics*.

No que tange à relação Passivo Externo/Reservas verifica-se que, exceto no Brasil (onde os passivos externos ligeiramente superaram os estoques de reservas) e na Indonésia (onde os passivos externos são inferiores ao estoque de reservas), todos os demais países apresentaram significativa exposição. Em alguns casos, o passivo externo superou duas vezes o estoque de reservas, como no México e na Coreia. Quanto à relação do Crédito ao Setor Privado/PIB, com exceção do Brasil, que apresentou um constante declínio nesta relação, todos os demais países registraram constantes aumentos; o caso mais

interessante é a Tailândia, onde o crédito ao setor privado superou 60% do PIB, em 1998. A exposição financeira da economia brasileira era inferior ao da economia mexicana e do sudeste asiático. Como se pode observar na tabela 2, a relação Passivo Externo/Reservas no Brasil era a mais baixa entre os países selecionados, e a relação Crédito ao Setor Privado/PIB reduziu de 45% em 1994 para 29% em 1998.

Conforme observa Kregel (2000), a razão para esta diferença entre a economia brasileira e o sudeste asiático encontra-se no processo de reestruturação do setor bancário que se seguiu à implantação do Plano Real e a crise bancária que se instalou após a estabilização da economia e a perda de receita inflacionária do setor bancário. A exigência de capital foi estabelecida em nível superior à estipulada no Acordo de Basileia. Essas medidas evitaram uma alavancagem demasiada das instituições que compõem o sistema bancário. Assim, o sólido sistema financeiro contribuiu para absorver os impactos adversos das crises externas, e ajudou a evitar um colapso na atividade econômica interna (KRUEGER, 2000). Via de regra, os demais países que atravessaram crises enfrentaram significativas dificuldades em seus sistemas bancários, variando em função do grau de fraqueza apresentado pelos respectivos sistemas.

A “Crise Tequila”, no México, é o primeiro evento a fazer parte da nova geração de crises que combinam crise financeira e crise de balanço de pagamentos (KAMINSKY; REINHARDT, 1996), na qual ficou evidente a presença da assimetria de informações. Por não ter sido bem interpretada, acabou propagando-se para outros mercados emergentes através de canais financeiros. A especulação contra a moeda mexicana foi de proporções equivalentes àquelas que, mais tarde, surpreenderiam os países asiáticos.

Um fator importante que levou à crise financeira do México foi a deterioração do patrimônio líquido dos bancos, causada pelos excessos oriundos da liberalização financeira e crescentes perdas com empréstimos (MISHKIN, 1996). Como se pode verificar na tabela 2, o México apresentou uma elevada relação passivo externo/reservas e crescente relação crédito ao setor privado/PIB. A frágil supervisão do sistema financeiro e falta de capacidade dos bancos comerciais em analisar o grau de risco envolvido na concessão de créditos acarretou elevadas perdas nos empréstimos, redução no capital dos bancos e significativa contração nos créditos. A contração nos créditos, na medida em que inibe novos investimentos, promoveu uma significativa redução na atividade econômica.

A elevação das taxas de juros americanas pelo FED auxiliou a precipitar a crise, ao causar pressão na taxa de câmbio, levando o banco central mexicano a elevar a taxa de juros para manter a paridade cambial. Isso aumentou a vulnerabilidade no sistema financeiro em que o volume de empréstimos não honrados aumentou 8% (KRUEGER, 2000). O aumento da taxa de juros

aprofundou o problema de seleção adversa, através do aumento da demanda por empréstimos, por tomadores de alto risco. Além disso, a majoração nos juros internos promoveu a redução dos fluxos de caixa das firmas, levando à deterioração dos seus patrimônios e aumentando novamente os problemas de risco moral e seleção adversa na concessão de empréstimos deixando os emprestadores menos dispostos a emprestar (acionamento de crédito). O aumento da incerteza no mercado financeiro e a consequente queda no mercado de ações aceleraram a crise financeira e o pânico bancário. O agravamento da crise se deu com a maxidesvalorização do peso, que já havia perdido metade de seu valor em março de 1995, com o recrudescimento da inflação observada e esperada e com o aumento ainda maior nas taxas de juros sobre as dívidas denominadas em pesos.

No caso argentino, a despeito do câmbio fixo, a fragilidade do sistema financeiro levou à perda de aproximadamente 17% nos depósitos do setor bancário entre dezembro de 1994 e março de 1995 (crise da tequila). O banco central perdeu mais que um terço das suas reservas (US\$ 5,5 bilhões), a oferta de moeda se contraiu e a taxa de juros deu um salto, fazendo com que as taxas interbancárias excedessem a 70% *a.a* e o crédito externo simplesmente desaparecesse. Por causa da lei de conversibilidade, o banco central argentino tinha um papel restrito como emprestador em última instância. A saída foi tentar amortecer os efeitos adversos que provocaram a corrida aos bancos, através da redução dos requerimentos de reservas e a promoção de crédito direto por via de operações de redesconto e *swaps*. Dessa forma, no final de abril, o Banco Central tinha conseguido prover mais de US\$5 bilhões de liquidez ao setor bancário, na tentativa de reduzir a transmissão dos choques ao setor real da economia. Apesar do esforço e da assistência de organismos multilaterais externos (FMI, Banco Mundial e BID), o efeito sobre o setor real da economia foi desastroso: a taxa de desemprego em maio de 1995 saltou para 18%, e o PIB real ficou abaixo de 3% (MISHKIN; SAVASTANO, 2001).

No caso asiático, os elementos destacados como geradores de crises com base na assimetria de informação e problemas de seleção adversa e risco moral encontram-se mais evidentes. Os países da Ásia experimentaram significativos influxos de capitais entre 1990 e 1996, os quais foram, em média, equivalentes a 2,5% do PIB na Coreia, 10% na Malásia, 10% na Tailândia e 2,5% na Indonésia. Estes, por sua vez, foram encorajados pelo alto crescimento econômico, baixa inflação, relativamente saudável performance financeira do governo (tabela 1), pela liberalização financeira e na conta de capitais, e pelo formal ou informal regime de câmbio fixo; ou seja, ocorreram mediante bases sustentadas (FMI, 2001).

O fluxo de capital também refletiu condições favoráveis no sistema financeiro global, incluindo baixas taxas de juros e fraca administração de

risco. A maior parte desse influxo de capitais e o associado *boom* de investimentos foi intermediada por instituições financeiras domésticas fracas, que se apresentavam, frequentemente, subcapitalizadas, e mediante pobres sistemas de regulamentação e supervisão. Longo período de estabilidade macroeconômica e altas taxas de crescimento tornaram os credores estrangeiros, os tomadores de créditos e as autoridades dos países emergentes complacentes com a situação. O volume desses influxos de investimentos refletiu em empréstimos diretos para os bancos na Coreia e Tailândia e para corporações na Indonésia. Já na Malásia o influxo de investimentos diretos foi mais significativo que empréstimos ou aplicação em portfólio (FMI, 2001). Conforme observa Berg (1999), a estrutura financeira das corporações e um setor financeiro enfraquecido com forte influxo de capitais e um *boom* de crédito criaram uma potencial ineficiência no resultado dos investimentos realizados e fragilidade financeira por conta do excesso de alavancagem das corporações.

Existem razões para acreditar que a expansão do crédito não foi eficientemente utilizada, pois o *boom* de investimentos foi concentrado em setores que já apresentavam um excesso de capacidade instalada em setores produtores de bens não comercializáveis e para especulação no mercado acionário e bens imobiliários (BERG, 1999). Borensztein e Lee (1999) destacam que na Coreia o crédito foi sistematicamente alocado em setores com pobre performance econômica. Nos outros países em consideração, muito dos empréstimos foram para financiar a compra de ações e terras. O *boom* de construções verificou-se em todos os países asiáticos acometidos pela crise. As economias da Ásia foram autorreforçando o ciclo, em que o crescimento no crédito reforça o *boom* de investimentos que, por seu turno, encoraja futuras entradas de capitais e novas expansões de empréstimos. Esse crescimento levou a uma inflação no preço dos ativos, especialmente na Malásia e na Tailândia, os quais encorajaram empréstimos para o setor imobiliário e inflaram o valor dos *collaterais*.

O problema ocorre quando a euforia se dissipa e a “bolha” especulativa estoura e caem os preços dos ativos, gerando o pânico financeiro. Durante os anos de alto crescimento econômico, créditos foram crescentemente usados para financiar investimentos inviáveis. Dessa forma, a manifestação do ataque especulativo combinado com significativa elevação nas taxas de juros, desvalorização da moeda e rápida contração na demanda erodiram a capacidade de pagamento das empresas. Os bancos foram subitamente acometidos por uma significativa perda nos empréstimos, declínio no valor de suas garantias e erosão na base de seus capitais.

Na Tailândia, país que inaugurou o processo de crises que se alastraram pela Ásia, a taxa de câmbio nominal depreciou (comparando a taxa média

vigente no último trimestre com o primeiro trimestre de 1997) aproximadamente 80%. A taxa de juros nominal atingiu seu nível mais alto no primeiro trimestre de 1998, quando registrou 20,64% (sendo 82% superior à taxa de juros registrada no mesmo período de 1997). Na Coreia, a depreciação na taxa de câmbio nominal superou o índice registrado pela Tailândia, atingindo 90% no auge da crise. A taxa de juros nominal, que registrou uma média de 23,9% no primeiro trimestre de 1998, representou mais do que o dobro da taxa registrada no mesmo período de 1997. No entanto, dentre os países asiáticos, o caso mais dramático foi da Indonésia, onde as taxas de juros nominais atingiram os níveis mais altos, sem, no entanto - por conta do descontrole sobre a base monetária -, conter as sucessivas depreciações na taxa de câmbio (no auge da crise - segundo trimestre de 1998 - a depreciação da moeda já havia superado 500%) (FMI, 2001).

Evidências demonstram uma significativa queda no preço das propriedades privadas e nos preços das ações desses países. Os preços das propriedades declinaram muito mais rápido que em outros mercados. Na Tailândia, o caso mais dramático, o mercado de ações caiu 51%, de 1993 para 1996, enquanto o setor de propriedades declinou 73%. Na Indonésia, o mercado de ações não registrou importante declínio, mas o setor de propriedades caiu 33% em 1994.²

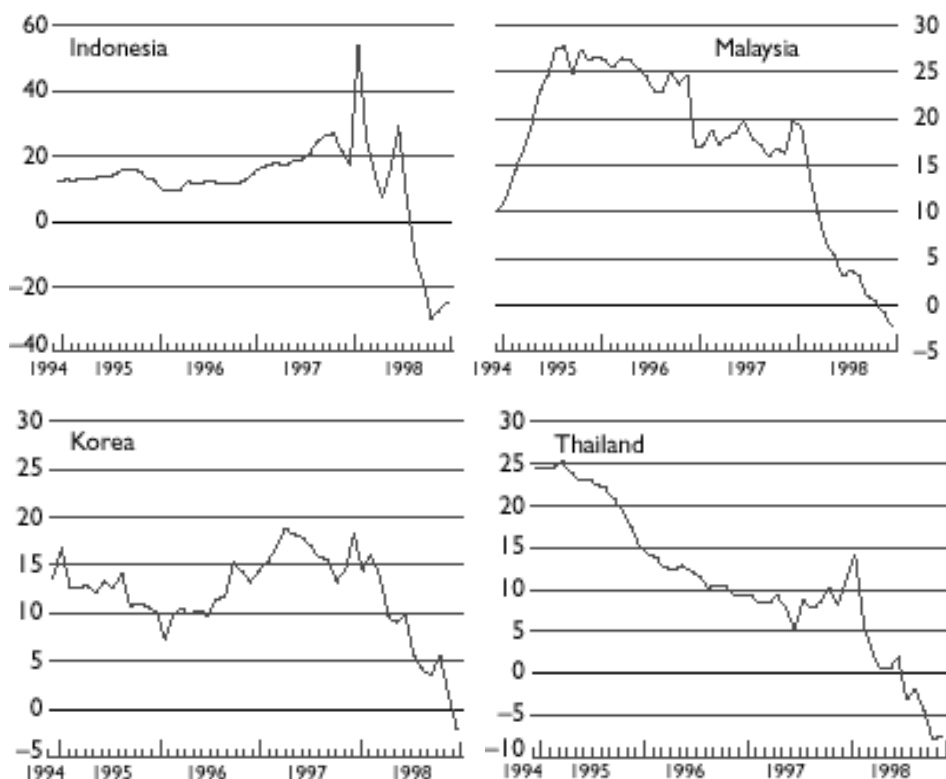
Adicionalmente, a parcela de empréstimos não honrados no sistema bancário constitui-se numa medida interessante da fragilização do sistema. Corsetti (et al., 1998) apresentam estimativas que combinam as realizadas pelo Fundo Monetário Internacional, pelo setor privado, e estimativas oficiais. Os autores destacam substancialmente altas taxas de empréstimos não honrados nos países asiáticos, os quais representaram cerca de 12,9%, na Indonésia; 8,4%, na Coreia; 9,9%, na Malásia e 13,3%, na Tailândia.

Em alguns países, a situação financeira mostrou-se insustentável. Como demonstra Berg (1999), as corporações na Tailândia experimentaram profunda deterioração desde 1995 (a parcela de lucro comprometida para pagar juros era da ordem de 45% em 1996). A maior parte das empresas não financeiras começou a entrar em falência em 1996. Na Coreia, em 1996, cerca de 85% dos lucros eram comprometidos com o pagamento de juros. A taxa de lucros das 30 maiores corporações coreanas (*Chaebols*) já se apresentava bastante deprimida, o que levou sua performance a deteriorar rapidamente após 1996. Ao deflagrar-se a crise, nos primeiros doze meses, seis das maiores corporações faliram. Na Malásia e Indonésia, embora o comprometimento com os juros tenha se mostrado mais estável, da ordem de 40% dos lucros, ainda apresentava-se bastante alta para os padrões internacionais.

Assim, com o largo aumento nos empréstimos colateralizados pelos altos preços das ações e das propriedades, e com as firmas altamente

alavancadas, qualquer aumento nas taxas de juros, desvalorização da moeda, ou declínio no preço dos ativos seria suficiente para promover efeitos catastróficos sobre as firmas financeiras e não financeiras e levar muitas à falência. Com os bancos mal capitalizados, era natural a ocorrência de pressões para a solvência do sistema. O elevado volume de dívidas do sistema bancário e das corporações superdimensionavam o significado econômico de um *stress* financeiro, o que acabou conduzindo o sistema a um completo estado de pânico.

Por conta do pânico bancário que sucedeu a crise financeira, verificou-se uma significativa contração do crédito nas economias asiáticas, conforme se verifica na figura 3.



Fonte: Lindgren et al. FMI (*Occasional Paper* 188, 1999, p. 10)

Como resultado da crise financeira e da conseqüente redução de créditos, as economias sofreram uma significativa contração em suas atividades econômicas, sendo que a redução do PIB foi de 13,4% na Indonésia, de 5,5% na Coreia, de 7,5% na Malásia e de 8% na Tailândia (tabela 1). Na Coreia e Indonésia, o problema foi ainda mais grave em função das perdas

sofridas pelos bancos em seus investimentos na Rússia e em outros mercados, combinados com a inabilidade das firmas domésticas em servir suas dívidas.

Ante as evidências empíricas apresentadas, pôde-se verificar as circunstâncias inerentes ao processo de crise vivenciado nos países emergentes. Estas circunstâncias justificam a profundidade com que a crise se manifestou nestas economias e o desafio que representou sua travessia e seu processo de ajustamento, e reforçam a ideia da assimetria de informação no que tange à determinação das crises. A assimetria de informação, entretanto, não se restringe à que ocorre entre o tomador e o fornecedor de crédito, porque também há assimetria de informação entre o banco e o supervisor estatal quanto aos riscos que o banco corre, cujos efeitos tendem a ser similares. Isso leva à fiscalização, imposição de limitações à capacidade de emprestar e à avaliação de riscos com o objetivo de reduzir os efeitos dessa assimetria de informação.

Considerações finais

O presente texto teve como objetivo destacar a importância da assimetria de informação no mercado financeiro e identificar as possíveis consequências sobre o funcionamento do sistema financeiro, e sobre a atividade econômica em geral, tendo como foco de análise os países emergentes da Ásia e da América Latina.

Como se pôde verificar através das evidências empíricas, as variáveis macroeconômicas que tradicionalmente eram apontadas como elemento crucial na determinação de crises apresentavam-se saudáveis em praticamente todos os países acometidos pela crise, não representando, portanto, perigo real. Entretanto, as evidências convergem com a análise de crise que considera a assimetria de informação como seu elemento determinante. Apesar de as variáveis macroeconômicas apresentarem-se saudáveis, todas as economias em análise revelaram significativas vulnerabilidades em seus fundamentos microeconômicos, sendo estas manifestadas na forma de frágeis estruturas de balanços que comprometeram tanto as corporações propriamente ditas quanto o sistema financeiro.

Os recentes modelos de crise (terceira geração), ao incorporarem em sua estrutura de análise a hipótese de assimetria de informação, consideraram a crescente e desordenada liberalização dos mercados financeiros como responsáveis pela expansão dos empréstimos (créditos) que conduziram à fragilização do sistema financeiro e, conseqüentemente, aos ataques especulativos contra as moedas dos países emergentes. Esses modelos apontam à deterioração do setor bancário como principal fundamento da crise

financeira, e para os danos provocados pela desvalorização cambial, alta taxa de juros, desvalorização dos ativos aos demonstrativos contábeis, bem como, o pânico bancário e o aumento da incerteza como principais determinantes da contração da atividade econômica nesses países.

Essa interpretação tem sido a mais próxima das evidências empíricas verificadas nas economias atingidas pela crise, tornando-se mais pronunciada nas economias asiáticas que foram, efetivamente, as mais penalizadas. Verificou-se que, com exceção do Brasil, as demais economias apresentaram significativa elevação tanto no passivo externo quanto no crédito ao setor privado como proporção do PIB. Os indicadores para a economia brasileira tornaram evidente que o seu grau de exposição era inferior aos apresentados pelas demais economias, razão pela qual as consequências das crises foram menos traumáticas nessa economia.

Em termos empíricos, constatou-se que a supervisão e a regulamentação implementadas no sistema financeiro brasileiro contribuíram para evitar os excessos e as consequências negativas que ocorreram aos demais países acometidos pela crise. Isso reforça a ideia de que as crises financeiras ocorridas no México (1994), no leste

Notas

¹ Os modelos de “primeira geração” ou “modelos canônicos”, representados pelos trabalhos de Krugman (1979) e de Flood e Marion (1998), fundamentam-se na hipótese da eficiência na operação dos mercados financeiros e consideram a crise cambial consequência de problemas na gestão de políticas macroeconômicas. Os elementos vitais para a explicação do ataque especulativo encontram-se na expansão monetária vinculada à monetização de déficits fiscais. Os modelos de “segunda geração” também se utilizam da hipótese de mercados financeiros eficientes e consideram a crise cambial fruto de problemas na gestão das políticas macroeconômicas com a distinção de que o governo tem a possibilidade de escolher a política macroeconômica a ser adotada com base na análise de custo-benefício social (OBSTFELD, 1994).

² Para maiores informações ver Corsetti (et al., 1998)

Referências

AKERLOF, G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

BEBCZUCK, R. N. *Información Asimétrica en Mercados Financieros*. Ediciones: Cambridge, 2000.

BERG, A. The Asia Crisis: Causes, Policy Responses and Outcomes. *International Monetary Fund – Working Paper*, WP/99/138, October, 1999.

BERG, A; PATTILLO, C. Are Currency Crisis Predictable? A Test. *IMF Staff Paper*, n. 46, v.2, p. 107-132, 1999.

BERNANKE, B. S. Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *NBER - Working Paper*, n. 1054, 1983.

BERNANKE, B.S.; GERTLER. Agency Costs, Collateral and Business Fluctuations, *American Economic Review*, n. 79, p. 14-31, 1989.

BERNANKE, B.S.; GERTLER. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, n. 9, v.3, pp. 27-48, 1995.

BLINDER, A.S.; STIGLITZ, J.E. Money, Credit Constraints and Economic Activity. *American Economic Review*, v. 73, n.2, p. 297-302, 1983

BOONE, P. *et al.* Corporate governance and the asian crisis. *Journal of Financial Economics*, n. 109, v.6, pp. 1155-1197, 2001.

BORENSZTEIN, E.; LEE, J-W. Credit Allocation and Financial Crisis in Korea. *IMF Working Paper*, n. 99/20, 1999.

BURNISIDE C.; EICHENBAUM, M. REBELO, S. Prospective deficits and asian currency crisis. *Journal of Political Economy*, n.106 v.6, p. 1113-1155, 1998.

CALOMIRIS, C. W; GORTON, G. The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation. IN: HUBBARD, R. G. (E.). *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, Chicago. p. 109-173, 1991.

CALVO, G. A. Crises de balanço de pagamentos nos mercados emergentes: grandes fluxos de entrada de capitais e governos soberanos. IN: KRUGMAN, P. (Ed). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, cap. 3, p. 77-119. 2001.

CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; TALVI, E. Sudden stops, the real exchange rate and fiscal sustainability: Argentina's lessons. *IADB. Working Papers*, n. 469, 2002.

CALVO, G.; MENDOZA, E. G. Rational contagion and the globalization of securities markets. Disponível em: www.imf.org, 1996.

CALVO, G. A.; MISHKIN, F. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. *NBER. Working Papers*, n. 9808, 2003.

CALVO, G.; REINHART, C. *When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy*. Washington: Reforming the International Monetary and Financial System, 2000.

CANUTO, O.; LIMA, G, T. Crises bancárias, redes de segurança financeira e *currency boards* em economias emergentes. *IE/UNICAMP Texto para Discussão*. n. 83, set./1999.

CECCHETTI, S.G. Distinguishing theories of the monetary transmission mechanism, *FRBSL. Economic Review*, n. 77, p. 83-97, 1995.

CHANG, R.; VELASCO, A. A financial crises in emerging markets: a canonical model. *NBER Working Papers*. n. 6606, 1998.

CORSETTI, G, PESENTI, P & ROUBINI, N. What caused the Asian currency and financial crisis. *NBER. Working Papers*, n. 6833, dec./1998.

DIAMOND, D. Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol. 51, p. 393-414, 1984.

DIAZ-ALEJANDRO, C. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, v. 19, 1985.

DISYATAT, P. Currency crises and the real economy: the role of banks. *European Economic Review*, n. 48, v. 1, p. 75-90, 2004.

FISHER, I. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, n.1, p. 337-357, 1933.

FLOOD, R & MARION, N. Perspectives on the recent currency crisis literature. *NBER Working Papers*, n. 6380, jan./1998.

FOLKERTS-LANDAU et al, **International Capital Market: Developments, Propects and Key Policy Issues: Part II: Selected Issues**, Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1995.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). *Crisis management México*, 1994-1995. Washington DC, Disponível em: www.fmi.org.br, jun./2001.

-GERTLER, M. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview: *Journal of Money Credit and Banking*, n. 20, v.2, p. 559-88, 1988.

GOLDSTEIN, M. The Asian financial crisis. Institute for International Economics - IIE. *Policy Brief*, n. 98-1, mar./1998. Disponível em: www.iie.com

HAUSMANN, R.; GAVIN, M. Overcoming volatility in Latin America. *Inter-american Developing Bank*, aug./1995.

HUBBARD, R. G. Is there credit channel for monetary policy? *Federal Reserve of St. Louis*, p. 63-74. 1995.

JAFFEE, D.; RUSSELL, T. *Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing*, *Quarterly Journal of Economics*, n. 90, p. 651-66, 1979.

KAMINSKY, G. L.; REINHARDT, C. M. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, Board of Governors of the Federal Reserve System, mimeo. Feb./ 1996.

KAMINSKY, G. L.; REINHARDT, C. M. *The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems*. *American Economic Review*, n. 83 v.3, p.473-500, 1999.

KAMINSKY, G. L.; REINHARDT, C. M. Financial crises in Asia and Latin America: then and now. *American Economic Review*. Papers and Proceedings, n. 88, p. 444-48, may./1998.

KREGEL, J. The Brazilian crisis: from inertial to fiscal fragility. *Working Paper*, n. 294, , Feb./ 2000. Disponível em: www.levy.org.

KRUEGER, A. O. *IMF stabilization programs*. NBER, nov. 2000. Disponível em: www.nber.org.

KRUEGER, A.; TORNELL, A. *The role of bank restructuring in recovering from crises: México 1995-98*. *NBER Working Papers*, n. 7042, mar./1999.

KRUGMAN, P. A model of balance of payment crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 11, 1979.

KRUGMAN, P. *What happened to Asia?* 1998. Disponível em: www.mit.edu

LANE, T.; TSIKATA, T. Política Fiscal. IN: LANE, T. et al. IMF - Supported programs in Indonesia, Korea, and Thailand a preliminar assessment. *International Monetary Fund. Occasional Paper*, n. 178, Washington DC, 1999.

LA PORTA et. al. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, n. 106, p. 1113-1155, 1996.

MISHKIN, F. S. Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective, in *Journal of Economic Perspective*, n.6, p. 133-53, Winter 1992.

MISHKIN, F. S. Preventing Financial Crises: An International Perspective. *Manchester School*, n. 62, p. 1- 40, 1994.

MISHKIN, F. S. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. *Banque De France Bulletin Digest*, n. 27, p. 91-105, mar./1996.

MISHKIN, F. S. Lessons from the Asian crisis. *NBER Working Papers*, n. 7102, apr./1999.

MISHKIN, F. S. Financial policies and prevention of financial crisis in emerging market countries. *NBER. Working Paper*, n. 8087, Jan./2001.

MISHKIN, F. S. Uma visão da informação assimétrica sobre a crise do Leste Asiático. IN: KRUGMAN, P. (E.). *Crises Monetárias*. São Paulo: Makron Books, cap. 4, pp. 179 – 189, 2000.

MISHKIN, F. S., SAVASTANO, M. A. Monetary policy strategies for latin america. *Journal of Development Economics*, n. 66, p. 415-444, 2001.

OBSTFELD, M. The logic of currency crises. *NBER. Working Papers*, n. 4640, feb./1994.

SARGENT, T., WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, n. 5 v.3, p. 1-17, 1981.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. *The grabbing hand: government pathologies e their cures*. Cambridge. Harvard University. 1999.

SOROS, G. *A crise do capitalismo*. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

STIGLITZ, J. *The role of state in financial markets*. In: Annual Conference on Development Economics. Anais World Bank, 1993.

STIGLITZ, J. E. & WEISS. A credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, n. 71, v.3, p. 393-416, 1981.

WORLD BANK. *The East Asia, the Road to Recovery*. 1998

Artigo recebido em 29.10.2007 e
aceito a versão final em 10.09.2008