

A CRISE ASIÁTICA E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O BRASIL *

Thaiza Regina Bahry **

Resumo: este artigo busca analisar as consequências, sobre as contas públicas e o setor externo da economia brasileira, das medidas adotadas pelo governo para evitar que o Brasil fosse contagiado por uma crise nas mesmas proporções que a Ásia. A análise concentra-se no período de julho de 1997 a junho de 1998. Inicialmente realiza-se uma descrição da crise que atingiu alguns países asiáticos a partir de julho de 1997, apresentando, paralelamente, o ponto de vista de diferentes autores sobre os fatores que desencadearam-a. Logo a seguir, mostram-se as medidas adotadas pelo governo brasileiro para evitar que o país fosse fortemente contagiado por tal instabilidade. E, por fim, analisam-se quais foram os efeitos destas medidas sobre algumas variáveis macroeconômicas: taxa de câmbio, transações correntes, reservas cambiais, taxa de juros, contas públicas e inflação.

Introdução

Os países asiáticos foram por muitos anos admirados como as economias emergentes de maior sucesso, dado seu rápido crescimento e os ganhos no padrão de vida de sua população. Entretanto, a partir de julho de 1997 tais países foram atingidos sucessivamente por uma crise, que surpreendeu a todos pela sua intensidade. Outro fator surpreendente foi a facilidade de contágio.

Com a crise desencadeada na Ásia, as expectativas dos agentes mudaram e as dúvidas relativas a estabilidade cambial dos países com elevados déficits em transações correntes acirraram-se. Assim, os capitais destinados a tais países sofreram retração. Neste sentido, no Brasil, que possuía um elevado déficit em transações correntes e era extremamente dependente do capital externo para financiar este déficit, o governo teve que adotar medidas para conter a fuga de capitais e evitar que o país fosse assolado por uma

* Este artigo é parte da dissertação de mestrado intitulada Os Reflexos da Crise Financeira de 1997 na Economia Brasileira.

crise nas mesmas proporções que o continente asiático. Assim, a partir de uma descrição da crise asiática e das medidas adotadas pelo governo brasileiro frente a ela, busca-se analisar quais as consequências destas medidas sobre as contas públicas e o setor externo brasileiro.

A CRISE ASIÁTICA

O paradigma asiático de desenvolvimento encontra-se melhor descrito na teoria formulada por Kame Akamatsu, na década de 30, que ficou conhecida como “modelo dos gansos voadores”. Conforme esse modelo, os países avançavam gradativamente em seu desenvolvimento tecnológico à medida que adotavam padrões de países que estavam à sua frente no processo de desenvolvimento. Em outras palavras, havia um ciclo internacional de produto, no qual os países-líderes passavam padrões de produção aos seus seguidores, à medida que seu capital se intensificava, suas capacidades tecnológicas aumentavam e as habilitações e salários dos trabalhadores aumentavam. Nas últimas décadas, sucessivas economias da Ásia passaram da agricultura para manufaturados simples, destes para a produção de automóveis e produtos químicos e depois para indústrias de alta tecnologia. Entretanto, apesar das elevadas taxas de crescimento a que estava acometida, a Ásia, a partir de julho de 1997, foi assolada por uma onda de instabilidade financeira, pela qual diversos países foram atingidos sucessivamente.

A crise atingiu primeiramente a Tailândia. Os sinais de advertência de que esse país poderia sofrer uma crise eram amplamente reconhecidos: havia um crescimento vagaroso das exportações, a moeda estava sofrendo uma apreciação real, o déficit crescente em conta corrente vinha sendo financiado com capitais externos de curto prazo, havia um

** Aluna do Curso de Doutorado em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná. E-mail: thaizare@sociais.ufpr.br

boom especulativo de ativos reais, rápido crescimento do crédito doméstico e um aumento da inflação doméstica.

Em 14 de maio de 1997, o *bath* sofreu um ataque especulativo, apesar, conforme BELLO (1997, p.83), de o déficit público, a inflação e o nível de reservas da Tailândia encontrarem-se em níveis aceitáveis.¹ O ataque ocorreu porque a valorização do dólar e, por consequência do *bath*², a partir de 1995, levou a Tailândia a grandes déficits comerciais, o que se refletiu no balanço de transações correntes. Esse fato praticamente estagnou as exportações do país, que estavam em grande parte voltadas para o Japão. Ao mesmo tempo, a ameaça de elevação das taxas de juros internacionais promoveu uma corrida em direção à moeda, tanto por parte das empresas e instituições domésticas, que possuíam alto montante da dívida em dólares, como por parte dos investidores estrangeiros. Dessa forma, o sistema bancário tailandês, que já se encontrava frágil devido às altas taxas de juros praticadas para segurar o *bath*, o que incapacitou muitas empresas de pagarem suas contas, entrou em colapso.

Assim, em 2 de julho de 1997, quando o governo tailandês anunciou que passaria a adotar um regime de taxa de câmbio flutuante administrada, após 13 anos de atrelamento ao dólar norte-americano, o *bath* caiu 23%. Depois da Tailândia outros países asiáticos foram afetados pela crise, apesar de possuírem um déficit em conta corrente em níveis bastante inferiores ao daquele país, o que pode ser observado na tabela 1.

¹ O déficit público encontrava-se em 3% do PIB, a inflação média em aproximadamente 5% a.a, e as reservas em US\$38 bilhões, representando seis meses de exportações.

² A moeda tailandesa encontrava-se atrelada ao dólar.

TABELA 1 - SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES DE ALGUNS PAÍSES ASIÁTICOS - 1993-1996

Países	(% PNB)			
	1993	1994	1995	1996
Tailândia	-5,4	-5,6	8	-7,9
Filipinas	-4,4	-4,7
Malásia	-4,6	-5,9	10	-4,9
Indonésia	-1,8	-1,9	-3,3	-3,3
Hong Kong	7	1,6	-2,3	...
Coréia do Sul	0,1	-1,2	-2	-4,9
Japão	3,1	2,8	2,2	...

FONTES: CUNHA, André Moreira. O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. 3. : Niterói, 1998. In: **Anais**. Niterói : EDUFF, 1998. v. 1, p. 317-334. FLIGENSPAN, Flavio Benevett. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, 1998. p.102-143.

NOTA: Sinal convencional utilizado:
... dado não disponível.

As Filipinas foram o primeiro país afetado pelo contágio³, tendo em vista seu nível de reservas em termos de meses de importação. Por outro lado, a Indonésia, que adotava uma banda de flutuação de 8 a 12%, foi levada a abandoná-la em julho, em virtude da pressão especulativa, após ter vendido US\$ 5 bilhões dos US\$ 26 bilhões de reservas que possuía.

Em outubro houve um agravamento da crise, quando as fortes quedas na Bolsa de Hong Kong acabaram provocando um movimento de baixa em todos os mercados, levando a ajustes econômicos defensivos, caracterizados pela elevação da taxa de juros, principalmente nos demais mercados estrangeiros.

Na Coréia do Sul, não foi a moeda sobrevalorizada ou o déficit em conta corrente que desencadeou a crise. Nos últimos anos, a taxa cambial do *won* coreano não era

³ O efeito contágio ocorre quando a crise em um determinado país afeta outros. Isso se dá porque a crise da moeda em um país afeta os fundamentos de outro, ou devido algumas características imperfeitamente observadas, comuns

fixa, sendo ajustada gradativamente de forma a manter a competitividade dos seus produtos. Em 1996, ocorreu um colapso no mercado de semicondutores, que era um dos seus principais produtos de exportação, o que provocou uma elevação no déficit em conta corrente do país. O ataque especulativo deu-se devido às preocupações com os grupos empresariais que contraíram grandes dívidas e ao custo do pacote necessário para resgatar os bancos. Os problemas começaram em 1997, pois as instituições empresariais e financeiras haviam contraído empréstimos externos de curto prazo que excediam as reservas do país em grande valor. Mas, como a dívida externa total do país era apenas 30% do seu PIB, ficava claro que era um problema de falta de liquidez temporária. Na Coreia os bancos seguiam o que poderia ser chamado de modelo desenvolvimentista japonês, isto é, o governo orientava os bancos a conceder empréstimos para algumas empresas e agia implicitamente como avalista de tais empréstimos.

Com relação ao Japão, os problemas que desencadearam a crise tiveram origem no início da década de 80. Com a valorização do dólar, o Japão passou a ser o maior beneficiário dos déficits comerciais dos EUA. Entretanto, em 1985, as principais economias do mundo resolveram promover desvalorizações graduais na moeda norte-americana. Isso acabou promovendo o choque do câmbio, conhecido como *endaka*, isto é, iene forte, levando a redução do crescimento japonês e da taxa de lucro dos setores exportadores.

Diante disso, o governo japonês começou a praticar uma política monetária expansionista, com vistas a estimular a demanda interna, compensando a perda do impulso exportador, o que foi alcançado. Essa política monetária tinha também como objetivo

entre os países, ou ainda em função de que ao adotar uma taxa de câmbio fixa, um país acaba seguindo o outro em uma onda de desvalorizações.

proporcionar às empresas afetadas negativamente pelo *endaka*, obter compensações financeiras em operações de arbitragem.

O processo especulativo que começou a ocorrer criou condições para sua própria reprodução em escala ampliada. O patrimônio dos investidores crescia em função da valorização dos ativos, proporcionando o aumento da capacidade de endividamento das empresas junto ao setor bancário, já que os empréstimos eram garantidos por terras ou ações.

Em 1988 as exportações japonesas recuperaram sua competitividade, mas as autoridades tinham ainda que solucionar o problema da bolha especulativa. Em 1989 o Banco do Japão adotou uma política restritiva de crédito, mas, como nem a bolsa de valores nem o mercado imobiliário responderam rapidamente a nova política, em 1990 os bancos foram obrigados a limitar os empréstimos destinados à compra de imóveis. Então, a bolha cedeu. Muitas empresas e famílias que haviam se endividado para investir em ações encontraram-se em situação ilíquida. Isto lançou o Japão em sua pior recessão dos últimos quarenta anos. Com a crise se alastrando pelos demais países asiáticos, os desequilíbrios existentes no Japão, que o governo vinha tentando mascarar, “explodiram”, provocando a falência de bancos e corretoras de porte.

De acordo com SACHS e RADELET (1997, p.4), a explicação mais simples para a crise do Sudeste Asiático é o atrelamento das moedas desses países ao dólar na década de 90, ainda que a região comercializasse além de com os Estados Unidos, também com a Europa e com o mercado asiático, principalmente com o Japão. A partir de 1995, o dólar começou a sofrer uma forte valorização perante o iene e outras moedas européias. Dessa forma, as moedas do Sudeste Asiático também valorizaram-se frente a essas moedas, e os exportadores começaram a deixar de ser competitivos nos mercados europeus e

japonês. Aliado a isso, tais moedas encontravam-se valorizadas também frente à moeda chinesa, o que fez com que os produtos do sudeste asiático enfrentassem uma forte competição dos produtos da China.

Outro aspecto ressaltado por SACHS e RADELET (1997, p.4) é o fato de os países do Sudeste Asiático terem atraído importantes investimentos de capital estrangeiro na década de 90. Inicialmente, grande parte desses investimentos aumentou o potencial exportador dos países, impulsionando o crescimento de longo prazo. Entretanto, a partir de meados dos anos 90, uma parcela crescente destes fluxos dirigiu-se para investimentos especulativos no mercado imobiliário. Os bancos comerciais começaram a tomar empréstimos em dólares fazendo empréstimos em moeda nacional aos empreendedores imobiliários da região. Isso expôs os bancos ao risco de uma desvalorização, pois, neste caso, o valor dos empréstimos dados iria cair em relação ao valor dos empréstimos tomados em dólares. E, ainda, uma vez que os empréstimos eram feitos em dólares, os bancos corriam riscos, pois os empreendedores imobiliários não teriam como honrar os empréstimos tomados em dólares no caso de um enfraquecimento da moeda nacional. Dessa forma, conforme SACHS e RADELET, com o enfraquecimento do mercado imobiliário em 1996 e a desvalorização das moedas em 1997, os bancos foram atingidos por empréstimos não honrados, muitos dos quais tornando-se insolventes.

Segundo KRUGMAN (1998b, p.2), os países asiáticos atingidos pela crise estavam vivendo um ciclo de crescimento explosivo nos mercados de ativos, que precediam a crise da moeda – os preços da terra elevaram-se e depois imergiram; o sistema bancário encontrava-se debilitado; e, os intermediários financeiros dos países foram os jogadores centrais. As instituições ou indivíduos que se achavam politicamente conectados eram amplamente suportados por garantias explícitas do governo, ainda que não fossem

supervisionados. Isso acabou por incentivar operações arriscadas, especialmente depois que o capital estrangeiro tornou-se livremente disponível. Conforme KRUGMAN, “é o que chamo de problema do sobrinho do ministro. O sobrinho pede um dinheiro emprestado e o banco acha que isso é sempre seguro. O resultado são empréstimos muito arriscados. Cedo ou tarde, os ativos encarecem e o excesso de investimentos torna-se insustentável (1998f, p.36).

Assim, Krugman defende que a crise asiática é uma crise financeira, e que ela foi desencadeada em função dos *riscos morais*, isto é, uma crise de terceira geração⁴.

Os investidores estrangeiros subestimaram a fraqueza econômica básica dos países asiáticos. Em primeiro lugar, o fluxo de capital em larga escala para tais países, incentivados pelo seu sucesso econômico, aumentou a demanda pelas políticas e instituições, especialmente aquelas de proteção do sistema financeiro. Entretanto, as instituições políticas não mantiveram o passo com essas demandas. Em segundo lugar, o sucesso fez com que os *policymakers* rejeitassem a necessidade de ação quando os primeiros problemas surgiram.

Após a Tailândia, os ataques especulativos atingiram quase que imediatamente Indonésia, Malásia e Filipinas. Isso porque os investidores acabaram identificando um padrão regional de déficits crescentes em conta corrente, crescimento vagaroso das exportações e um sistema bancário fraco. Tais investidores acreditaram que esses países,

⁴ Conforme Krugman existem três modelos de geração de crise. No modelo de primeira geração analisa-se a crise como uma causa do déficit fiscal que é financiado com emissão de moeda e em regime de taxa de câmbio fixo. Um governo com déficits persistentes do orçamento financiados com dinheiro usa um estoque limitado de reservas para fixar sua taxa de câmbio. Isto, em última instância torna-se insustentável, e os investidores atacam a moeda. No modelo de segunda geração existe um *trade-off* entre a flexibilidade macroeconômica de curto prazo, isto é, o nível de emprego, e a credibilidade gerada a longo prazo pela paridade fixa. Neste caso o governo não se compromete a vender reservas indefinidamente. Os agentes podem atacar a moeda caso identifiquem que o custo de manter a paridade é elevado ou que a paridade é insustentável. No modelo de terceira geração a crise é eminentemente financeira, surgindo um grave problema

movidos pela perda de competitividade de seus produtos de exportação, pois competiam nos mesmos mercados exportadores, seriam levados um após o outro a desvalorizar suas moedas.

A crise financeira viria, depois, a atingir em especial os países emergentes, sobretudo a Rússia e o Brasil, devido aos impactos que produziria sobre os fluxos de capitais.

A ECONOMIA BRASILEIRA DIANTE CRISE ASIÁTICA

A crise desencadeada na Ásia proporcionou perdas patrimoniais intensas no resto do mundo. Na América Latina, o país mais atingido foi o Brasil, sendo que a queda apresentada na bolsa de valores esteve aproximadamente nas mesmas proporções das registradas pelas economias asiáticas.⁵

A fuga de capitais do Brasil, deu-se por, pelo menos, dois motivos: atendimento das necessidades de liquidez dos aplicadores estrangeiros e percepção de que o Brasil poderia ter que desvalorizar o real, antes mesmo que a fuga de capital compromettesse o volume de reservas.

O Brasil foi “pego” pela crise numa situação vulnerável. Os elevados déficits em transações correntes colocaram-o numa situação particularmente sensível diante da crise internacional. A questão fiscal representava o principal desequilíbrio macroeconômico subjacente à vulnerabilidade ante o choque externo. Para conseguir prosseguir com a estratégia da estabilização, evitando uma desvalorização do real, devia-se acelerar as

de riscos morais, quando não existem controles eficazes dos intermediários financeiros e os investidores percebem garantias implícitas do governo.

mudanças que permitiriam uma redução de forma permanente do déficit público e o aumento da poupança doméstica.

Com a forte fuga de capitais, a partir da queda das bolsas de Hong Kong, o Banco Central foi forçado a desfazer-se de elevado volume de reservas para evitar uma desvalorização. Em 30 de outubro o governo elevou o cupom cambial,⁶ via aumento das taxas internas de juros, visando o estancamento da saída das reservas e iniciando um rápido esfriamento da economia. Mesmo com essa medida os investidores não foram tranquilizados, pois tanto as fugas de capital como a demanda por *hedge*⁷ nos mercados futuros continuaram.

Para restabelecer a confiança dos investidores na capacidade do governo brasileiro de sustentar a defesa monetária contra um ataque especulativo, tornou-se imperativo promover uma contração fiscal, buscando produzir um expressivo resultado primário. Mediante esta situação, o governo partiu para um terceiro passo e anunciou em 10 de novembro de 1997 um abrangente conjunto de medidas que visava acelerar o ajuste fiscal ao longo de 1998.⁸ O segundo movimento estratégico do governo era a redução, no curto prazo, dos déficits em transações correntes, mediante a redução temporária das

⁵ Conforme a revista BUSINESS WEEK (1997, p. 53), citado por PEREIRA, “uma semana após o *crash* asiático, os principais mercados acionários do Mundo contabilizaram os prejuízos: Hong Kong, - 35,4%; Japão, -21,3%; EUA, -9,1%; Grã-Bretanha, -9,2%; Austrália, -12,1%; México, -10,1; e Brasil, -27,9%”.

⁶ Conforme ALMEIDA, “no jargão financeiro, o termo cupom cambial refere-se aos ganhos adicionais que os proprietários de divisas internacionais obtêm ao aplicá-las em ativos nominados em uma moeda específica - no caso o real. Os referidos ganhos adicionais, no momento da aplicação, são calculados com base na diferença entre as taxas internas e as externas de juros, descontando-se a variação cambial prevista para a moeda na qual a operação é nominada” (1998, p. 75).

⁷ O *hedge* consiste, num sentido amplo, na administração do risco à atividade que está sendo realizada. Num sentido mais simples *hedging* é o ato de defender-se contra variações adversas nos preços, enquanto *hedge* é a defesa em si.

⁸ Conforme SACHS, “*the measures announced by Finance Minister Malan on November 10 envisages a gross fiscal adjustment effort for the consolidated public sector equivalent to about 2,4% of GDP , thus potentially raising the*

importações, de uma política de incentivo ao aumento das exportações e da redução das despesas relacionadas às viagens internacionais. Adotaram-se, ainda, medidas com o objetivo de melhorar o financiamento do déficit em transações correntes, ou seja, buscava-se financiá-lo com capitais de melhor qualidade. Nesse sentido, entraria o programa de privatizações, o que proporcionaria um fluxo de capitais mais estáveis para o país, isto é, o chamado investimento direto estrangeiro. O terceiro movimento seria a continuidade do processo de reestruturação do sistema produtivo brasileiro, mediante a vinculação da economia nacional à internacional. Com a reestruturação produtiva o governo esperava dinamizar as exportações, reduzindo os déficits em transações correntes, o que fortaleceria os mecanismos que garantem as estabilidades monetária e cambial.

As medidas adotadas foram consideradas pela equipe econômica como necessárias e indispensáveis para enfrentar a conjuntura internacional que se fazia presente. Entretanto, criaram as condições para que o Brasil fosse definitivamente envolvido pela crise internacional, alterando sua política cambial de forma drástica.

EFEITOS DAS MEDIDAS ADOTADAS MEDIANTE A CRISE ASIÁTICA

A constatação de que o real estava valorizado⁹ inspirava dúvidas quanto à capacidade de crescimento do Brasil e quanto às possibilidades de o país sofrer uma crise cambial semelhante à ocorrida na Ásia em 1997.

Entretanto, o governo argumentava que o Brasil não seria atingido por uma crise de grandes proporções como os países daquele continente, pois possuía um elevado nível de

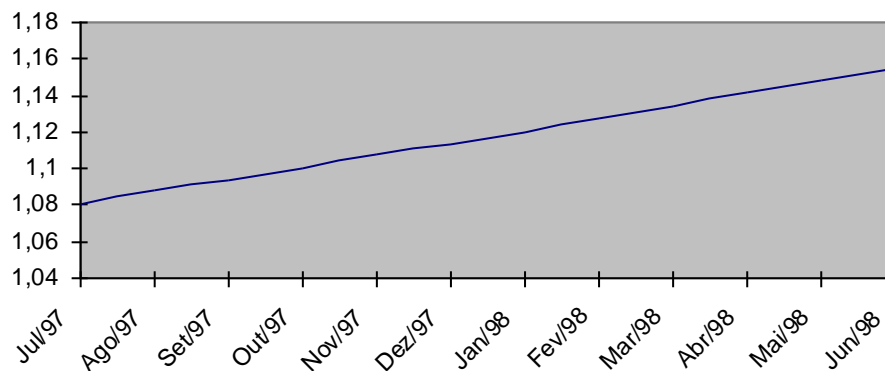
primary fiscal surplus to just aver 3,0% of GDP in 1998 and 1% of GDP in 1997 from a surplus of only 0,7% in 1997 (before the adjustment)" (1997, p. 2).

⁹ Havia praticamente um consenso de que o real estava valorizado, mas não havia consenso em quanto era esta valorização.

reservas cambiais, que permitiria conter ataques especulativos à moeda. Ao mesmo tempo, o déficit em conta corrente era de 4,2% do PIB, nível bastante inferior ao da Tailândia, que apresentava um déficit em torno de 8% do PIB quando atingida pela crise. O governo ainda argumentava que o déficit em conta corrente era natural, pois os países em desenvolvimento com baixa taxa de poupança interna costumavam utilizar-se da poupança externa para compensar a insuficiência da poupança interna. E, quanto ao déficit público, segundo ele, mesmo pressionando a estabilidade monetária, não impediria a estabilidade cambial.

As medidas adotadas para enfrentamento da crise asiática dissiparam as incertezas quanto à desvalorização ou não da moeda, e no segundo semestre de 1997, o governo continuou adotando o regime de bandas cambiais, com minidesvalorizações¹⁰, adotado em março de 1995. Observa-se pelo gráfico 1 que ao longo do período a taxa de câmbio continuou sofrendo minidesvalorizações sucessivas, não sofrendo nenhuma desvalorização brusca.

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO ENTRE JULHO DE 1997 A JUNHO DE 1998



FONTE: BANCO CENTRAL. **Boletim mensal**. Brasília, 1997-1998

¹⁰ A banda de flutuação do câmbio sofreu alteração em seus parâmetros somente em 20 de janeiro de 1998, quando o limite inferior passou de R\$1,05/US\$ para R\$1,12/US\$ e o superior passou de R\$1,14/US\$ para R\$1,22/US\$.

As medidas adotadas em face da crise asiática tiveram êxito em sustentar a taxa de câmbio, embora os efeitos não tenham sido muito benéficos em outras variáveis macroeconômicas.

Neste sentido, um dos grandes problemas originados da valorização cambial praticada com o Plano Real foi a forte elevação do déficit em transações correntes. Assim, quando a Ásia foi atingida pela crise, conforme visto, adotaram-se medidas com o intuito de reduzir este déficit, pois fazia-se necessária uma forte entrada de capitais externos no país para financiá-lo, o que, diante da escassez de capital para países considerados de risco, como era o caso do Brasil, tornava-se difícil.

Confrontando o segundo semestre de 1997 com o mesmo período de 1996, constata-se que o grande responsável pelo aumento do déficit em transações correntes foi a conta de serviços. Observando-se os dois períodos na tabela 2, percebe-se que houve redução no déficit comercial, proporcionada por um crescimento de 13,51% das exportações e de 9,14% das importações. Já, na conta de serviços houve um crescimento do déficit em 28,51%. Por outro lado, comparando o primeiro semestre de 1998 com o mesmo período de 1997, pode-se também observar uma redução no déficit comercial, resultado do crescimento das exportações (4,77%) e do decréscimo nas importações (1,6%). A conta de serviços cresceu 4,01%, bem menos expressivo que o período comparado anteriormente. Nesse sentido houve uma redução do déficit em transações correntes no período analisado. Essa redução se torna bem mais expressiva comparando-se o primeiro semestre de 1998 com o segundo semestre de 1997. Entretanto, quanto ao comportamento das exportações, percebe-se que, não obstante as medidas adotadas para estimulá-las, sofreram retração no primeiro semestre de 1998 em relação ao segundo semestre de 1997.

TABELA 2- TRANSAÇÕES CORRENTES - BRASIL - 1996-1998

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ milhões)			
	2º SEM. 1996	1º SEM. 1997	2º SEM. 1997	1º SEM. 1998
Balança Comercial – FOB	-5 228	-3 752	-4 620	-2 113
Exportações	24 844	24 786	28 200	25 969
Importações	30 072	28 538	32 820	28 082
Serviços (líquido)	-11 691	-12 264	-15 024	-12 756
Juros	-4 658	-4 505	-5 884	-4 831
Outros serviços ¹	-7 033	-7 759	-9 140	-7 925
Transferências Unilaterais	1 304	1 164	1 052	916
Trans. Correntes	-15 616	-14 852	-18 592	-13 953

FONTE: BANCO CENTRAL. **Relatório Anual. Brasília**, 1997-1998; Gazeta Mercantil

(1) Inclui lucros reinvestidos

Analisando a tabela 2, conclui-se que, embora as medidas adotadas pelo governo não tenham apresentado os efeitos esperados, houve sensível melhora na balança comercial, e a conta de serviços continuou sendo a maior responsável pelo déficit em transações correntes. Tal fato deveu-se, sobretudo, à conjugação da política de taxa de câmbio valorizada e da prática de altas taxas de juros. O país continuou necessitando de elevado volume de recursos externos para financiar seu déficit.

Na tabela 3 pode-se observar, considerando-se o fluxo de investimentos estrangeiros diretos para o Brasil, juntamente com os reinvestimentos, qual a proporção do déficit em transações correntes do país que os capitais de longo prazo tinham capacidade de financiar entre julho de 1997 e junho de 1998. Observa-se que no primeiro semestre de 1998 houve um expressivo crescimento da proporção do déficit financiado por investimentos diretos em relação ao semestre imediatamente anterior. Na realidade, tal fato é explicado, não pelo crescimento da entrada de investimentos diretos no país, mas pela redução ocorrida no déficit no 1º semestre de 1998. Nesse sentido, no período em análise, as medidas adotadas pelo governo visando promover a entrada em maior quantidade de

capitais de longo prazo, para melhorar a qualidade do financiamento do déficit, não tiveram o resultado esperado.

TABELA 3 - TRANSAÇÕES CORRENTES E INVESTIMENTOS DIRETOS - BRASIL - 1997-1998

US\$ milhões

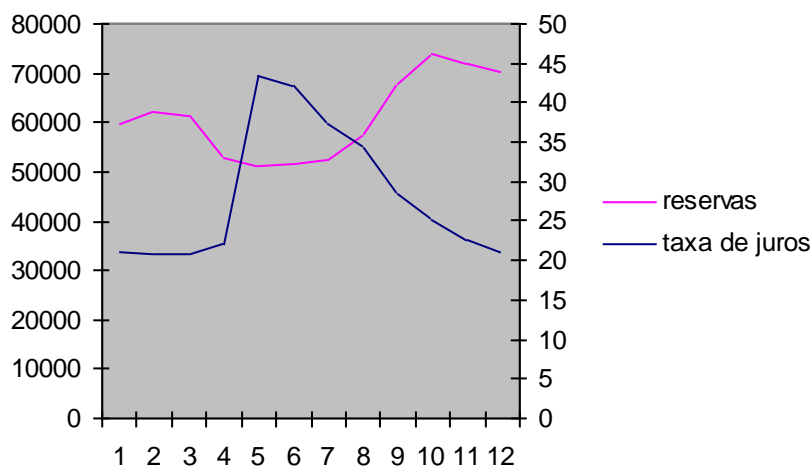
PERÍODO	INVEST. DIRETOS + REINVEST. (A)	TRANSAÇÕES CORRENTES (B)	%
3º trim./97	4 321	-7 699	56,12
4º trim./97	5 377	-10 822	49,69
2º sem./97	9 698	-18 521	52,36
1º trim./98	2 626	-6 014	43,66
2º trim./98	5 936	-7 939	74,77
1º sem./98	8562	-13 953	61,36

FONTES: BANCO CENTRAL. **Relatório Anual. Brasília**, 1997-1998; Gazeta Mercantil

Apesar da crise iniciada na Tailândia em julho de 1997, os capitais externos continuaram fluindo para o Brasil, fazendo com que as reservas mantivessem sua trajetória ascendente até setembro. Entretanto, em outubro, quando a crise da Bolsa de Hong Kong se alastrou para as bolsas de todo o mundo, o Brasil sofreu uma forte fuga de capitais, sendo que as reservas passaram de cerca de US\$ 61,1 bilhões em setembro para US\$ 52,8 bilhões em outubro.

Entretanto, a elevação da taxa de juros¹¹ de 22,02% a a em outubro, para 43,3% a a em novembro, visando estancar a saída de recursos do país atingiu o objetivo, e no primeiro trimestre, as reservas cresceram aproximadamente 32% no conceito de caixa, superando em 9% o nível de agosto de 1997 (mês que atingiu o nível máximo antes da crise asiática). Nos meses subsequentes os intensos influxos de capitais normalizaram-se, enquanto a taxa de juros declinava (gráfico 2).

GRÁFICO 2 - COMPORTAMENTO DAS RESERVAS E DA TAXA DE JUROS ENTRE JULHO DE 1997 E JUNHO DE 1998



FONTE: BANCO CENTRAL

A elevação da taxa de juros, ao mesmo tempo que atraía capitais estrangeiros para o país, acabava também incidindo sobre as contas do governo, aumentando o montante de juros pagos por este. Desta forma, as medidas adotadas pelo governo em 10 de novembro de 1997, visando reverter a deterioração das contas públicas ocorrida depois da implementação do Plano Real, não apresentaram o resultado esperado. Isto porque a elevação da taxa de juros piorou a situação do resultado nominal¹². E, com relação ao resultado primário¹³, verifica-se que foi pior em 1998, havendo inclusive uma redução no superávit.¹⁴ (tabela 4).

¹¹ A taxa de juros utilizada neste trabalho é a Over/Selic.

¹² No resultado nominal estão incluídas as despesas com juros e correção monetária.

¹³ O resultado primário exclui o dispêndio com juros.

TABELA 4 - COMPORTAMENTO DAS CONTAS PÚBLICAS - BRASIL - 1997-1998

DISCRIMINAÇÃO	Necessidades de financiamento do setor público ⁽¹⁾ (em % do PIB)			
	1997		1998	
	Jan.-Jul.	Ano	Jan.-Jun.	Jan.-Jul.
Nominal	-4,16	-6,09	-7,27	-7,02
Juros nominais	-5,06	-5,18	-7,41	-7,29
Primário	0,9	-0,91	0,14	0,28

FONTE: Gazeta Mercantil, 14 out.1998, p. A-8

NOTA: Dados preliminares.

(1) Reflete a relação dos fluxos com o PIB, ambos valorizados para o último mês do período com base no IGP-DI.

Constata-se assim que, além do elevado déficit nas contas externas, o Brasil também enfrentava um elevado déficit nas contas internas. Tais desequilíbrios decorreram da manutenção de uma taxa de câmbio valorizada. Num primeiro momento, podia-se pensar que a mesma não era responsável pelo déficit nas contas públicas. Mas, considerando-se que este déficit era resultado, em grande parte, das elevadas taxas de juros, e estas eram praticadas com o intuito de manter a taxa de câmbio, podia-se considerar que o déficit nas contas públicas era gerado, em última instância, pela política de manutenção da taxa de câmbio, praticada com a finalidade de manter a inflação reduzida, a qual, como pode ser observado na tabela 5, não sofreu abalos diante da crise asiática.

¹⁴ A deterioração no resultado primário verificada nos meses de janeiro a julho de 1998, deveu-se ao desequilíbrio nas contas da Previdência Social.

TABELA 5 - EVOLUÇÃO DO IGP-DI - JULHO
1997 - JUNHO 1998

MÊS	EVOLUÇÃO DO IGP-DI
1997	
Julho	0,09
Agosto	-0,04
Setembro	0,59
Outubro	0,34
Novembro	0,83
Dezembro	0,69
1998	
Janeiro	0,88
Fevereiro	0,02
Março	0,23
Abril	-0,13
Maiο	0,23
Junho	0,28

FONTE: Gazeta Mercantil

Desde julho de 1997, quando a Ásia começou a ser atingida pela instabilidade financeira, até junho de 1998, o índice nacional de inflação permaneceu em níveis inferiores a 1% ao mês. Entretanto, conforme salientado anteriormente, com o desequilíbrio externo crescente, a manutenção das taxas de inflação nos níveis em que ela se encontrava tornava-se incerta, pois o equilíbrio desta variável vinha sendo possível apenas em detrimento do setor externo.

A inflação brasileira foi reduzida e mantida em níveis baixos mediante a elevação dos custos relativos dos bens e serviços brasileiros. Essa situação apenas podia ser mantida ao continuar-se mantendo a taxa de câmbio valorizada, sendo que para isto dependia-se de um elevado nível de reservas, o que apenas poderia ser mantido com a sustentação da confiança dos investidores estrangeiros no Brasil, sendo que a continuidade no longo prazo de desequilíbrios interno e externo abala a confiança dos credores.

Conclusão

Os países asiáticos atingidos pela crise, por muitos anos foram citados como exemplo a ser seguido por outros países subdesenvolvidos. Porém, na realidade, esses países não estavam bem. Primeiramente, em todos eles havia um sistema bancário que apresentava sérios problemas de *risco moral*. Ao mesmo tempo, embora por motivos que diferem em cada país, os mesmos estavam incorrendo em déficits crescentes em conta corrente. Diante disso, os investidores estrangeiros perderam a confiança nesses países e acabaram realizando uma corrida aos bancos. Ocorreu um efeito contágio na região, onde as condições negativas de um país acabaram afetando a outros.

Com a crise asiática, o Brasil adotou várias medidas para evitar que fosse contagiado por uma crise nas mesmas proporções que a Ásia. As medidas adotadas pelo governo diante da crise asiática não foram eficazes em reverter a situação de fragilidade externa e das contas públicas que buscavam reverter. Na realidade tais medidas não possibilitaram ao país transcender a estabilização macroeconômica de curto prazo. O país, em junho de 1998, encontrava-se numa situação de deterioração crescente de suas contas. A dependência do capital externo a que o Plano Real submeteu o Brasil tornou-se extremamente problemática em uma situação de instabilidade financeira internacional. Pode-se afirmar que as medidas adotadas pelo governo mediante a crise asiática não foram suficientes para evitar o contágio, apenas serviram para postergá-lo. Na verdade, tais medidas significaram a continuidade de um percurso que levaria o país às portas do FMI e em janeiro de 1999, à desvalorização cambial pelo mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA, Pedro Fernando da C. No vôo da economia brasileira, pilotar é preciso? **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 26, n. 1, p.66-101, 1998.
- BACHA, Edmar L. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, Aloisio (Org.). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas : Unicamp : Instituto de Economia, 1997. p. 11-69.
- BANCO CENTRAL. **Relatório anual**. Brasília, 1993-1997.
- BANCO CENTRAL. **Boletim Mensal**. Brasília, 1997-1998.
- BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira. Inconsistência e populismo na política econômica brasileira. In : LANDI, Mônica (Org.). **Setor externo: os impasses da política cambial**. São Paulo : Educ, 1997. p. 59-67.
- BAYOUMI, Tamim; LIPWORTH, Gabrielle. O investimento direto externo japonês e o comércio regional. **Finanças & Desenvolvimento**, Washington, DC : FMI : Banco Mundial, v. 17, n. 3, p. 11-13, set. 1997.
- BELLO, Teresinha da Silva. A política econômica frente aos desafios do setor externo. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 25, n. 3, p. 81-97, nov. 1997.
- BM&F. Rio de Janeiro : Bolsa de Mercadorias & Futuros.
- BRAZIL's nervous neighbors. **Business Week**, p. 64-65, 17 nov. 1997.
- CONSIDERA, Claudio Monteiro. A segunda provação externa. **Folha de S. Paulo**, 08 nov. 1997, p. 3.
- CUNHA, André Moreira. O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. [3. : Niterói, 1998]. **Anais**. Niterói : EDUFF, 1998. v. 1, p. 317-334.
- FERREIRA, Carlos Kawall L. Um ataque especulativo contra o Real? In: LANDI, Mônica (Org.). **Setor externo: os impasses da política cambial**. São Paulo : Educ, 1997. p. 69-88.
- FRANCO, Gustavo H. B. **O Plano Real e outros ensaios**. Rio de Janeiro : F. Alves, 1995.
- IMF STAFF. The Asian Crisis. Causes and cures. **Finance & Development**, Washington, DC : FMI : Banco Mundial, v.35, n.2, p. 18-21, june 1998.
- ÍNTEGRAS das medidas divulgadas. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 13 nov. 1997. Ajuste Fiscal, p. 1-12.
- KANDIR, Antonio. A resposta do Brasil à crise. **Folha de S. Paulo**, 23 nov. 1997.
- KRUGMAN, Paul. **Currency crises**. Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. Preparado para NBER conference, out. 1997a
- KRUGMAN, Paul. What ever happened to the Asian miracle? Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. **Fortune**, 18 ago. 1997b
- KRUGMAN, Paul. Asia: what went wrong. Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. **Fortune/ No Free Lunch**, 03 feb. 1998a
- KRUGMAN, Paul. **Fire-sale FDI**. Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. Preparado para NBER Conference on Capital Flows to Emerging Markets, 20-21 fev. 1998b

- KRUGMAN, Paul. **Latin America's swan song.** Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. 1998c
- KRUGMAN, Paul. **What happened to Asia?** Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. Para uma conferência no Japan, January 1998d
- KRUGMAN, Paul. **Will Asia bounce back?** Disponível na Internet. <http://web.mit.edu/krugman/www>. speech to be given in Hong Kong, March 1998e
- KRUGMAN, Paul. Não precisamos perder o sono. **Exame**, São Paulo, ano 31, n. 8, 08 abril 1998f
- LEVI, Maria Luiza. Liberalização financeira, bolha especulativa e crise bancária no Japão. **Revista de Economia Política**, v. 17, n. 1, p. 40-59, jan./mar. 1997.
- LIPSKY, John. Asia's crisis : a market perspective. **Finance & Development**, Washington, DC : FMI : Banco Mundial, v. 35, n.2, p. 10-13, june 1998.
- O AJUSTAMENTO ao choque externo. **Carta de Conjuntura**. Rio de Janeiro : n. 76, p. 1-8, nov. 1997.
- PEREIRA, José Maria. A crise das bolsas e o fim do "milagre asiático". **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.26, n. 1, p. 53-65, 1998.
- RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey. O ressurgimento da Ásia. **Gazeta Mercantil**. São Paulo, 14 nov. 1997. Foreign Affairs, n. 14, p.3-9.
- SACHS, Goldman. Macroeconomic Developments. **Emerging Markets Biweekly**, 12 nov. 1997. p. 2-6.
- SILVA, Maria Luiza F.; ANDRADE, Joaquim Pinto de; TORRANCI, Thomas S. Internal disequilibrium versus external shocks: Brazil's exposure to speculative currency attacks. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA. [3.: Niterói, 1998]. **Anais**. Niterói : EDUFF, v. 2, 1998. p. 581-603, june 1998.
- TEIXEIRA, Marco Aurélio. **Mercados Futuros:** fundamentos e características operacionais. São Paulo : Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1992.
- TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise da economia japonesa nos anos 90: impactos da bolha especulativa. **Revista de Economia Política**, v. 17, n. 1, p. 5-19, jan./mar. 1997.
- WALTON, Michael. O amadurecimento do milagre do leste asiático. **Finanças & Desenvolvimento**, Washington, DC : FMI : Banco Mundial, v. 17, n. 3, p.7-10, set. 1997.