

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**CÂMBIO, CRISES CAMBIAIS E RECUPERAÇÃO  
ECONÔMICA: TRÊS ENSAIOS SOBRE ECONOMIAS  
EMERGENTES**

Osiris Ricardo Bezerra Marques

Tese submetida ao Instituto de  
Economia da Universidade Federal do  
Rio de Janeiro como parte dos requisitos  
necessários à obtenção do Título de  
Doutor em Economia.

Orientador: Prof. Dr. João Sicsú

Rio de Janeiro

Dezembro de 2007

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA**

**CÂMBIO, CRISES CAMBIAIS E RECUPERAÇÃO  
ECONÔMICA: TRÊS ENSAIOS SOBRE ECONOMIAS  
EMERGENTES**

Osiris Ricardo Bezerra Marques

Tese submetida ao Instituto de Economia da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro  
como parte dos requisitos necessários à  
obtenção do Título de Doutor em Economia.

Aprovada por:

---

Prof. Dr. João Sicsú (UFRJ – Orientador)

---

Prof. Dra. Jennifer Hermann (UFRJ)

---

Prof. Dr. Francisco Eduardo Pires (UFRJ)

---

Prof. Dra. Carmem Feijó (UFF)

---

Prof. Dr. Miguel Antônio Pinho Bruno (ENCE/IBGE)

Rio de Janeiro  
Dezembro de 2007

## RESUMO

Este trabalho é composto de três ensaios sobre economias emergentes. No primeiro capítulo procuramos analisar as escolhas cambiais dos países financeiramente integrados, aprofundando as razões que estão por trás de tais escolhas. Partimos da crítica à idéia de que os regimes intermediários estão desaparecendo, a hipótese bipolar, e, a partir daí, passamos a investigar os principais atrativos e inconvenientes dos regimes cambiais extremos, notadamente, os regimes fixos e flutuantes. No segundo capítulo, tratamos das crises cambiais do ponto de vista do balanço patrimonial dos agentes. Mais especificamente, utilizando o marco teórico proposto por Minsky, ampliamos a hipótese de instabilidade financeira para o caso de economias financeiramente liberalizadas. Além disso, fazemos uma comparação entre as crises no Brasil (1999/2002) e na Argentina (2002), evidenciando que quanto mais completa for a liberalização financeira, maior a vulnerabilidade externa da economia, e maior o impacto sobre a economia de uma eventual crise financeira. Por fim, tratamos do período do pós-crise cambial, realizando uma comparação entre América Latina e Ásia. Percebemos que as economias que são mais abertas comercialmente experimentaram uma crise mais profunda, mas apresentaram um maior vigor na recuperação.

**Palavras-chave:** economias emergentes; crises cambiais; recuperação econômica; escolhas cambiais; 90's.

## ABSTRACT

This work is composed of three essays on emergent economies. In the first chapter we analyze the exchange choices of the financially integrated countries, deepening the reasons behind these choices. To begin we discuss the idea that intermediate regimes are disappearing, the bipolar hypothesis. Then, we investigate the main attractiveness and inconveniences of both fixed and floating extremes. Second chapter deals with financial crises from the balance sheet perspective. More specifically, we broaden Minsky's Financial Instability Hypothesis for the case of financially liberalized economies. Moreover, we make a comparison between the crises in Brazil (1999/2002) and in Argentina (2002), making clear that the more complete is the financial liberalization the more vulnerable is the economy to external shocks and the greater the impact on the economy of an eventual crisis. Finally, we deal with the post-crisis period carrying through a comparison between Latin America and Asia. We perceive that the more commercially opened is the economy the deeper is the crisis but the stronger is the recovery.

Key-words: emerging market economies; currency crisis; economic recovery; exchange regimes choices; 90's.

Dedico este trabalho à minha mãe. Uma mulher notável.

## AGRADECIMENTOS

A realização de um trabalho como este, que exige tanta dedicação durante tanto tempo não seria possível sem a colaboração, direta e indireta, de várias pessoas e algumas instituições.

Gostaria de começar agradecendo ao meu orientador, prof. Dr. João Sicsú, pelo apoio dispensado ao longo da realização desta tese.

Ao professores Antônio Luís Licha, por ter me brindado com muitas idéias nos momentos difíceis que passei durante a elaboração do trabalho, bem como João Felipe Mathias, que, da mesma maneira, foi um grande amigo em muitos momentos importantes.

Um agradecimento muito especial ao professor Malcolm Sawyer, da Universidade de Leeds, que me recebeu com grande carinho durante o doutorado 'sanduíche' que lá realizei. Suas idéias e sua simplicidade me ajudaram muito a entender melhor o tema do meu trabalho.

À UFF, instituição onde me formei na graduação e no mestrado, e onde fiz grandes amigos e ainda continuo a fazer. Ao IE/UFRJ, pelo corpo docente e pela estrutura institucional. Ao CNPQ por ter financiado uma parte desta pesquisa. À FAPERJ pelos recursos concedidos durante a realização do doutorado.

Aos meus queridos amigos, de hoje e de sempre, Daniele, Maria, Herleif, Coringa, Ana Paula, Leonardo, Andrezinho, Joana, Rodrigo Bucair, Mariana, pela amizade, pelos grandes encontros e pelo amor que me dão.

Um agradecimento especialíssimo para a Márcia e sua mãe, Ivanilde. Pessoas maravilhosas, almas lindas que Deus um dia colocou no meu caminho e eu no delas. Márcia, minha coisa linda, obrigado pela sua generosidade e pelo acolhimento que me foi tão importante no momento em que muito precisei. Vani, meu amor, você me ensinou, em pouco tempo, muito mais do que você imagina. Sua simplicidade, seu amor e sua generosidade me transformaram pra sempre, e me fizeram numa pessoa muito melhor. Amo muito vocês duas.

À Renata Janeiro, minha amiga e irmã, que sempre me incentivou nos momentos mais importantes da minha vida. Saiba que você, mais uma vez, tem grande participação neste outro tijolinho. Te amo muito e sei que estaremos sempre perto um do outro.

À minha família, pela confiança e pela alegria dos encontros.

Ao seu Moacyr (UFF), pessoa que sempre acreditou em mim e sempre me deu grande incentivo na carreira acadêmica. Seu Moacyr, o senhor faz parte da minha vida, assim como de toda a UFF. Muito obrigado pelo apoio.

A todos, que, de uma forma ou de outra, colaboraram para a realização deste trabalho, mas que, por uma lapso de memória, não estão explicitados nestes agradecimentos.

Ao povo brasileiro, pelo financiamento não só desta pesquisa, mas de toda a educação pública. Meus sinceros agradecimentos.

*Improvements in the speed and economy of international communication and transportation have operated to increase the quickness of response of trade and capital to changes in price levels, exchange rates, and interest rates...Capital movements, short-term and long-term, play a more important part in international balances now than formerly, and are more subject than commodity trade or service transactions to abrupt and substantial shifts in amount and direction.*

Jacob Viner (1932, pp. 7-8) ["International Aspects of the Gold Standard", em: Wright, Q. (ed.) *Gold and Monetary Stabilization*, Chicago: University of Chicago, Harris Foundation Lectures]

## Sumário

Resumo.....	3
Abstract.....	4
Agradecimentos.....	6
Sumário.....	8
Lista de tabelas, figuras e gráficos.....	9
INTRODUÇÃO.....	11
Capítulo 1.....	19
1.1 – Introdução.....	19
1.2 - Fixo, Intermediário ou Flutuante: Classificando os Regimes Cambiais.....	21
1.2.1 – A Classificação do FMI para os Regimes Cambiais.....	25
1.2.2 – A classificação de facto e de jure: as abordagens do ‘medo’.....	27
1.3 - A Tendência dos Regimes aos extremos: a Hipótese Bipolar.....	29
1.4 - Regimes Fixos (Hard Pegs): Prós, Contras e Adequação.....	34
1.4.1 - Credibilidade e Âncora Nominal para a Política Monetária.....	34
1.4.2 - Redução da Inflação, Incerteza e o Estímulo ao Comércio e Investimento..	36
1.4.3 – Taxas Fixas de Câmbio e as Características da Economia: Quem Está mais	
Apto para Fixar?.....	37
1.4.4 - Regimes Cambiais Fixos e seus Efeitos Colaterais: Lidando com as	
Inconveniências.....	39
1.4.4.1 - Perda da Independência da Política Monetária.....	39
1.4.4.2 - Transmissão de Choques do País Âncora.....	40
1.4.4.3 - Desalinhamento da Taxa de Câmbio.....	40
1.4.4.4 - Ausência de Emprestador de Última Instância e a Estabilidade do	
Sistema Financeiro.....	41
1.5 - Os Regimes Flexíveis Podem Ter um Desempenho Melhor?.....	44
1.5.1 - O Caso para Taxas de Câmbio Flexíveis.....	44
1.5.2 - A Habilidade de Ter a Política Monetária Doméstica.....	46
1.5.3 – Flexibilidade Cambial e Fragilidade Financeira.....	47
1.5.4 - Âncoras Nominais Alternativas para Regimes Cambiais Flexíveis.....	49
1.6 - Algumas Evidências Empíricas sobre a Performance dos Regimes.....	53
1.7 – Considerações Finais.....	56
Capítulo 2.....	63
2.1 - Introdução.....	63
2.2 - Fragilidade Financeira e Crises Financeiras.....	67
2.2.1 – Fragilidade e Crise Financeira numa Economia Fechada.....	67
2.2.2 – O Caso da Economia Aberta: O Papel da Liberalização Financeira.....	70
2.3 - A Liberalização na Argentina e no Brasil: diferentes países, diferentes	
liberalizações.....	78
2.3.1 – O Caso da Argentina.....	79
2.3.2 – O Caso do Brasil.....	83
2.4 - Fragilidade Financeira e Crise: Brasil (1999/2002) e Argentina (2002).....	88
2.5 – Considerações Finais.....	99
Capítulo 3.....	102

3.1 - Introdução.....	102
3.2 - Padrões de ajustamento às crises cambiais: uma comparação entre os padrões da América Latina e Asiático.....	105
3.2.1 - Definição de Crises Cambiais, Dados e Metodologia.....	105
3.2.2 - Ajustes Macroeconômicos no Pós-Crise Cambial.....	108
3.2.2.1 – O Comportamento do PIB Real.....	109
3.2.2.2 – A Evolução dos Componentes do Gasto do PIB.....	112
3.2.2.3 – Os Indicadores de Política Macroeconômica.....	117
3.3 - Algumas Considerações Teóricas sobre Crise Cambial e Recuperação do Produto.....	121
3.4 - Determinantes da Recuperação no Pós-Crise.....	128
3.4.1 - A Origem e a Natureza do Choque.....	128
3.4.2 - Condições Iniciais.....	131
3.4.3 - Políticas Domésticas.....	132
3.4.4 - A Evolução do Ambiente Externo.....	133
3.5 - Avaliação do Processo de Recuperação nos Países da Ásia e da América Latina.....	133
3.5.1 – Ajustes Macroeconômicos nos países da Ásia.....	134
3.5.2 - Ajustes Macroeconômicos nos países da América Latina.....	136
3.6 - Recuperação e Padrões Macroeconômicos na América Latina e Ásia: o Papel do Regime de Comércio e da Administração Cambial.....	151
3.7 - Considerações Finais.....	155
CONCLUSÃO.....	156
Referências Bibliográficas.....	161

## Lista de tabelas, figuras e gráficos

<b>Tabela 01</b> – Fluxo de capitais privados líquido para os mercados emergentes.....	14
<b>Quadro 01</b> – Desenvolvimento de uma crise cambial.....	16
<b>Figura 1.1</b> - A Trindade Impossível.....	32
<b>Tabela 1.1</b> - Todos os países agrupados por regimes cambiais (em 21 de dezembro de 2005).....	58
<b>Tabela 1.2</b> - Países emergentes agrupados por regimes cambiais (31 de dezembro de 1991, 1999, 2005).....	59
<b>Tabela 1.3</b> - Evolução das Categorias do FMI nos “Arranjos e Restrições Cambiais” para a Classificação Anual dos Regimes Cambiais.....	60
<b>Tabela 1.4</b> - Três estudos empíricos sobre taxas de crescimento e inflação através dos regimes cambiais.....	61
<b>Quadro 1.1</b> - Considerações nas Escolhas dos Regimes Cambiais.....	62
<b>Quadro 2.1</b> – Risco, Rentabilidade e Retorno Total Esperado de Ativos.....	74
<b>Tabela 2.1</b> - Alguns indicadores econômicos - Argentina e Brasil, 1990-2005.....	82
<b>Gráfico 2.1</b> - Conta-Corrente como Proporção do PIB – Brasil e Argentina – 1994-2005.....	92
<b>Gráfico 2.2</b> -Conta-Corrente como Proporção das Reservas Estrangeiras (%) – Brasil e Argentina, 1994-2005.....	93
<b>Gráfico 2.3</b> - Ativos Líquidos em Moeda Estrangeira – Brasil e Argentina, 1994-2002.....	94
<b>Gráfico 2.4</b> - Participação da Dívida em Moeda Estrangeira no Total da Dívida (%) – Brasil e Argentina, 1994-2002.....	95
<b>Gráfico 2.5</b> - Dívida Estrangeira de Curto-Prazo sobre o Total da Dívida Estrangeira (%) – Brasil e Argentina, 1995-2003.....	96
<b>Gráfico 2.6</b> - Índice da Bolsa de Valores – Brasil e Argentina, 1997-2003.....	97
<b>Gráfico 2.7</b> - Dívida Externa de Curto-Prazo sobre as Reservas Estrangeiras (%) – Brasil e Argentina, 1996-2005.....	98
<b>Tabela 3.1</b> - Crises cambiais em países emergentes na América Latina e na Ásia entre 1994 e 2002.....	108
<b>Gráfico 3.1</b> -Taxa de Crescimento do PIB Real – América Latina e Ásia.....	110
<b>Gráfico 3.2</b> -Evolução dos Componentes do PIB pela ótica do Dispendio Durante os anos de Crise – América Latina e Ásia.....	114
<b>Gráfico 3.3</b> - Indicadores de Política Macroeconômica nos Anos da Crise.....	118
<b>Figura 3.1</b> .....	126
<b>Figura 3.2</b> .....	126
<b>Figura 3.3</b> .....	126
<b>Figura 3.4</b> .....	126
<b>Tabela 3.2</b> -Ajustes Macroeconômicos nos Países Atingidos por Crises Cambiais na Ásia – 1994 a 2000.....	137
<b>Tabela 3.3</b> - Ajustes Macroeconômicos nos Países Atingidos por Crises Cambiais na América Latina – Vários Anos.....	145
<b>Gráfico 3.4</b> - Grau de Abertura (% do PIB) – América Latina e Ásia.....	153

## **INTRODUÇÃO**

Apesar de fazerem parte da história do capitalismo desde que os mercados financeiros existem, as crises cambiais e financeiras que assolaram as economias emergentes<sup>1</sup> a partir dos anos 1990 se diferenciaram das anteriores pelo alcance global que assumiram e pela capacidade devastadora que tiveram sobre a estabilidade econômica e política destas economias. Muitos acenavam com a idéia de que uma maior liberalização financeira, promovendo um maior influxo de capitais para os mercados financeiros locais, ajudaria a disciplinar o seu funcionamento além de promover um maior nível de crescimento econômico<sup>2</sup>. É verdade que, para alguns países, especialmente na Ásia e, em menor medida, na América Latina, a primeira metade da década de 1990 foi caracterizada por uma considerável onda de otimismo e um crescimento econômico razoável. Entretanto, o otimismo foi cedendo lugar ao desalento conforme as crises foram se seguindo. Começando pelo México (1994-1995), e passando pela crise asiática (1997-1998), pela crise na Rússia e no Brasil (1998-1999) e pela crise da Argentina e novamente do Brasil (2001-2002), apenas para citar as mais importantes. As crises financeiras e cambiais representaram para estes países custos em diversos níveis, dos quais a queda acentuada do produto e os custos fiscais para restaurar os setores financeiros destruídos pela crise estão entre os mais proeminentes.

---

<sup>1</sup>Ao longo do texto a nomenclatura ‘economias emergentes’ refere-se aos países em desenvolvimento com renda média, sistemas financeiros razoavelmente modernos com elevado grau de integração aos mercados de capitais internacionais. Como um critério de classificação, seguindo a proposição de Fischer (2001), os países considerados como mercados ou economia emergentes ou estão listados no índice *MSCI (Morgan Stanley Capital International) Emerging Markets* e/ou no índice *EMBI+ (Emerging Markets Bond Index plus)*.

<sup>2</sup> Os argumentos em prol da liberalização financeira seguem no sentido de que esta ajuda a melhorar o funcionamento dos sistemas financeiros, aumentando a disponibilidade de recursos e permitindo uma maior diversificação do risco entre os países. Obstfeld (1998), por exemplo, argumenta que o mercado de capitais internacional pode canalizar a poupança mundial para as melhores oportunidades produtivas, independentemente da localização. Mishkin (2003), da mesma maneira, afirma que a liberalização financeira promove transparência e maior responsabilidade, quando o seqüenciamento do processo é conduzido de maneira adequada, reduzindo a seleção adversa e o risco moral, ao mesmo tempo em que é tida como uma solução para o problema da liquidez nos mercados financeiros. Além disso, eles argumentam que o mercado de capitais internacional ajuda a disciplinar os *policymakers*, que podem se ver tentados a explorar o mercado de capitais local cativo. Outros argumentam que a liberalização financeira e o desenvolvimento financeiro dela derivado tendem a facilitar o crescimento econômico (Bekaert, Harvey & Lundblad, 2001)

Dentre as características comuns compartilhadas por estas crises, Glick et alli (2001, p. 2) destacam as seguintes:

- 1) Ocorreram depois de um extensivo processo de liberalização, particularmente nos mercados financeiros;
- 2) Foram precedidas por um significativo aumento do influxo de capitais que, ulteriormente, cessou abruptamente;
- 3) No momento da crise, existia algum tipo de regime cambial nominal rígido ou com elevado grau de rigidez;
- 4) Havia uma elevada exposição cambial e juros quando a crise ocorreu;
- 5) A tendência da crise era de se espalhar rapidamente além das fronteiras nacionais, envolvendo outros países simultaneamente.

A liberalização financeira, as reformas econômicas e a integração global das economias parecem ter sido elementos centrais na estratégia de desenvolvimento implementada pela maior parte dos países em desenvolvimento. Na América Latina, no final dos anos 1980 e início dos 1990, países como México, Chile, Brasil e Argentina, levaram a cabo uma série de reformas econômicas que, dentre diversos propósitos, objetivavam tornar suas economias lugares atraentes para os investidores internacionais. Neste sentido, apesar dos detalhes variarem de acordo com o país em questão, programas de estabilização inflacionária foram adotados; o processo de privatização foi efetuado como forma de reduzir a importância do governo na economia; os mercados de produtos foram abertos à competição internacional; os mercados financeiros domésticos foram liberalizados, com as restrições de controle de crédito e empréstimos removidas, o acesso aos mercados financeiros internacionais aprimorados e o conjunto de atividades em que as instituições financeiras domésticas eram permitidas atuar foi ampliado (Glick et alli, 2001, p. 2).

No caso do Sudeste asiático, o elevado crescimento dos últimos anos foi, em grande medida, resultado da liberalização financeira e abertura dos setores reais da região. Entretanto, o setor financeiro asiático era relativamente atrofiado frente ao setor manufatureiro, e o excesso de empréstimos do exterior acabou sendo canalizado para investimentos marginais, por conta da ‘falta de habilidade dos bancos domésticos de

lidarem com novos riscos e da precária regulação e supervisão financeira [na região]' Roubini & Setser (2004, p.54) . Novamente, apesar das medidas liberalizantes terem sido diferenciadas entre os países da região, o movimento pró-mercado iniciado na Ásia nos anos 1980, e que ganhou força nos anos 1990, significou maior liberalização da conta de capital e maior integração com os mercados financeiros globais.

O processo de liberalização financeira nos países emergentes, de maneira geral, e na América Latina e Ásia, de maneira particular, significou intenso influxo de capitais para estes países, que estancaria tão logo as crises cambiais e financeiras tomassem lugar. A tabela 01 nos ajuda a elucidar esta questão. Nela, são reportados os fluxos líquidos de capitais privados para os países emergentes desde fins dos anos 1970. Como podemos observar, o fluxo de capitais cresceu de US\$8,8 bilhões entre 1983-1989, para US\$125,1 bilhões entre 1990-1994, e chegou a US\$212,1 bilhões em 1996.

Das economias emergentes, a América Latina e a Ásia foram as regiões que mais receberam recursos. No caso da América Latina, que no período 1983-1989 experimentou um fluxo anual médio de saída de US\$16,6 bilhões, por conta da crise da dívida na região, passou a receber influxos médios anuais de US\$ 40 bilhões no período 1990-1994. Em 1995, contudo, por conta da crise mexicana, tais influxos se reduziram levemente, para depois chegarem a US\$87,3 bilhões em 1997. Na Ásia, os influxos que já eram de quase US\$17 bilhões anuais entre 1983-1989, passaram para quase US\$40 bilhões em 1990-1994, atingindo US\$100,5 bilhões em 1996.

A reversão dos fluxos de capitais na crise asiática fica evidente com a queda súbita nos fluxos em 1997, para US\$3,2 bilhões, e que foi reforçado com a crise russa em 1998, quando, então, os capitais passaram a deixar a região, e a saída chegou a US\$55,1 bilhões. A composição da reversão, contudo, foi diferenciada na América Latina e na Ásia. Na crise do México (1994-1995), a reversão na América Latina ocorreu, principalmente, por conta da queda dos investimentos em carteira, enquanto que na Ásia, a saída foi dominada pelos empréstimos bancários.

Um elemento também presente nas crises financeiras e cambiais dos países emergentes foi o fato de que, no momento da crise, algum tipo de regime cambial fixo ou semifixo estava em vigor. Obviamente que adoção de regimes fixos não foi aleatória, mas atendia a uma série de razões diferentes. Como lembra Feldstein (2001, p. 4), um regime

<b>Tabela 01 - Fluxo de Capitais Privados Líquidos para os Mercados Emergentes</b>							
	Médias Anuais (US\$ bilhões)						
	1977-1982	1983-1989	1990-1994	1995	1996	1997	1998
<b>Por Ativo</b>							
Total dos fluxos de capitais privados	30,5	8,8	125,1	193,3	212,1	149,2	64,3
Inv. Direto Estrangeiro Líquido	11,2	13,3	44,9	96,7	115,0	140,0	131,0
Investimento em carteira líquido	-10,5	6,5	64,9	41,2	80,8	66,8	36,7
Empréstimos bancários e outros	29,8	-11,0	15,2	55,4	16,3	-57,6	-103,5
<b>Por Região e por Ativo</b>							
<b>Asia</b>							
Total dos fluxos de capitais privados	15,8	16,7	39,1	95,1	100,5	3,2	-55,1
Inv. Direto Estrangeiro Líquido	2,7	5,2	23,4	49,8	55,1	62,6	50,0
Investimento em carteira líquido	0,6	1,4	7,4	10,9	12,6	0,9	-15,4
Empréstimos bancários e outros	12,5	10,1	8,3	34,4	32,8	-60,3	-89,7
<b>América Latina</b>							
Total dos fluxos de capitais privados	26,3	-16,6	40,8	38,3	82,0	87,3	69,0
Inv. Direto Estrangeiro Líquido	5,3	4,4	13,8	26,0	39,3	50,6	54,0
Investimento em carteira líquido	1,6	-1,2	36,9	1,7	40,0	39,7	33,0
Empréstimos bancários e outros	19,4	-19,8	-9,9	10,6	2,7	-3,1	-18,1
<b>Outros</b>							
Total dos fluxos de capitais privados	-11,6	8,7	45,2	59,9	29,7	58,7	50,4
Inv. Direto Estrangeiro Líquido	3,2	3,7	7,8	20,9	20,6	26,7	27,2
Investimento em carteira líquido	-12,7	6,3	20,6	28,7	28,3	26,2	19,1
Empréstimos bancários e outros	-2,1	-1,3	16,8	10,3	-19,2	5,8	4,2

Fontes: IMF *International Capital Markets*, 1995 para os dados de 1977-1989; IMF *International Capital Markets*, 1999 para os anos 1990 (apud Glick et alli, 2001, p. 5)

fixo pode prover uma âncora nominal que ajude o país a alcançar a estabilidade de preços. Na América Latina, por exemplo, a quase totalidade dos planos de estabilização nos anos 1980 e 1990 utilizou a taxa de câmbio fixa como elemento central no processo de combate à inflação. Além disso, o câmbio fixo pode ser um atrativo adicional para a entrada de capitais, ao mesmo tempo que, ao eliminar a volatilidade cambial, mantém as taxas de juros mais baixas do que num ambiente de maior variação do câmbio. Entretanto, como lembra este mesmo autor, o perigo de fixar a taxa de câmbio é que a taxa real pode se tornar sobrevalorizada, seja por conta do aumento mais rápido da taxa de inflação doméstica *vis-à-vis* os principais parceiros comerciais da economia em questão, ou por conta de uma desvalorização das outras moedas com as quais a moeda doméstica não está ancorada. Neste contexto, o risco de desvalorização da moeda vai se tornando cada vez maior, e os investidores só estarão dispostos a continuar financiando o crescente déficit em conta-corrente (causado, principalmente, pela valorização do câmbio) a taxas de juros muito altas. No entanto, pode chegar num ponto em que o medo da desvalorização cambial se sobreponha ao aumento dos juros e haja uma parada súbita nos fluxos de capitais. Conforme o capital estrangeiro vai deixando o país (seja ele de residentes ou não-residentes), a moeda doméstica vai sendo pressionada ainda mais para desvalorizar.

Uma alternativa óbvia ao câmbio fixo, como forma de evitar os problemas acima referidos, seria o câmbio flutuante. Conforme enfatiza Feldstein (2003, p. 5), ‘se o câmbio flutua, um déficit crescente em conta-corrente se auto-corrigirá, tendo em vista que o valor da moeda doméstica irá declinar conforme os participantes do mercado financeiro venderem a moeda em resposta ao aumento do déficit, se protegendo, portanto, de uma potencial desvalorização futura’.

Entretanto, uma exceção importante ocorreu no ambiente financeiro internacional: o Brasil operava um regime cambial flutuante quando foi atingido por um ataque especulativo que resultou numa crise cambial em 2002. Ou seja, o caráter auto-regulador do regime cambial flutuante, que funcionaria como uma proteção contra crises cambiais e financeiras, simplesmente não evitou que a crise cambial ocorresse.

Estas considerações iniciais introduzem o tema desta tese: crises cambiais em países emergentes. Para melhor entender o propósito deste trabalho e o modo como foi

### Quadro 01- Desenvolvimento de uma Crise Financeira - América Latina e Ásia

AMÉRICA LATINA	SUDESTE ASIÁTICO
<p><b><u>ANTES DA CRISE</u></b></p> <p>Adoção de planos de combate à inflação com a utilização de regimes cambiais relativamente inflexíveis, abertura da economia às importações e liberalização financeira da conta de capital</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Valorização Cambial. Déficits em conta-corrente elevados e crescentes financiados, basicamente, por capitais de curto-prazo</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Elevado déficit fiscal, contribuindo ainda mais para o agravamento do desequilíbrio em conta-corrente e para a elevação das dívidas doméstica e externa</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Emissão de títulos públicos atrelados ao dólar para fazer frente ao crescente risco cambial</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Elevada exposição cambial do balanço patrimonial do governo e dos bancos</p> <p>⇒ Vulnerabilidade a ataques especulativos</p>	<p><b><u>ANTES DA CRISE</u></b></p> <p>Liberalização associada a um regime cambial relativamente inflexível</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Fortes fluxos de entrada de capitais (de curto-prazo e denominados em moeda estrangeira)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Forte expansão do crédito doméstico/inflação dos preços dos ativos (mercado bursátil e imobiliário – <i>asset price bubble</i>)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Excessiva sujeição ao risco por parte dos bancos</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Deterioração do balanço patrimonial dos setores financeiros e não-financeiros</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>⇒ Vulnerabilidade a ataques especulativos</p>
<p><b><u>CRISE</u></b></p> <p>Ataque especulativo</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Forte depreciação da moeda (crise financeira como resultado dos descasamentos cambial e de maturidade provoca uma crise bancária)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Queda do crédito (<i>credit crunch</i>)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Recessão econômica</p>	<p><b><u>CRISE</u></b></p> <p>Ataque especulativo</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Forte depreciação da moeda (crise financeira como resultado dos descasamentos cambial e de maturidade provoca uma crise bancária)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Queda do crédito (<i>credit crunch</i>)</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Recessão econômica</p>
<p><b><u>PÓS-CRISE</u></b></p> <p>Políticas econômicas recessivas como parte das condicionalidades dos pacotes de ajuda financeira do FMI</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Superávit na balança comercial como principal fonte de recuperação da conta-corrente, com retorno da taxa de câmbio ao nível de equilíbrio</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Recuperação econômica</p>	<p><b><u>PÓS-CRISE</u></b></p> <p>Políticas econômicas recessivas como parte das condicionalidades dos pacotes de ajuda financeira do FMI</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Superávit na balança comercial como principal fonte de recuperação da conta-corrente, com a taxa de câmbio mantida num nível desvalorizado</p> <p style="text-align: center;">↓</p> <p>Recuperação econômica</p>

Fonte: Mishkin (2003), pp. 99-105.

desenvolvido, lançamos mão da idéia, proposta por Mishkin (2003), de que uma crise financeira perpassa diversos estágios. No quadro 01, explicitamos os diversos estágios pelos quais passa uma economia até a ocorrência da crise, tanto no caso da América Latina quanto no caso do Sudeste Asiático. Mesmo sabendo dos perigos que as generalizações podem trazer, já que homogêneas situações distintas inseridas em ambientes econômicos e realidades igualmente distintas, o esquema a seguir possui a vantagem de nos fornecer uma visão geral do processo que pode conduzir a uma crise financeira.

Como podemos perceber, o quadro 01 é auto-explicativo. Já nos detivemos, no começo desta introdução, nos momentos iniciais deste processo, notadamente a liberalização financeira, os fluxos de capitais e o regime cambial fixo (ou semifixo). Não é nossa intenção desenvolver, neste momento, o restante do seqüenciamento, de forma que a explicação contida no quadro nos é suficiente. Entretanto, a visão geral que nos é fornecida pelo quadro nos permite colocar os objetivos deste trabalho.

Este trabalho tem como **objetivo geral** analisar as crises cambiais em três momentos distintos do seu desenvolvimento: no período pré-crise cambial, no período que leva ao seu desenvolvimento e no pós-crise cambial. Obviamente que **os objetivos específicos** não estão desconectados deste mais geral, e inclui a análise das economias da América Latina e Ásia envolvidas em crise financeiras e cambiais, nos anos 1990, nestes três momentos distintos. Como se tratam de três ensaios autocontidos sobre as economias emergentes, cada capítulo cumpre, ao mesmo tempo, uma etapa dos objetivos acima delineados. As hipóteses deste trabalho também estão designadas em cada um dos capítulos. Neste sentido, sintetizaremos, a seguir, os capítulos aqui incluídos.

O **capítulo 1** trata das escolhas cambiais realizadas pelos países emergentes. Mais especificamente, tentamos responder a seguinte questão: porque os países escolhem os regimes cambiais que escolhem? O que está por trás das escolhas cambiais? A crise cambial brasileira, em 2002, contrariou a sabedoria convencional, pois ocorreu mesmo quando o regime flexível já vigorava, nos deixando outra questão: até que ponto a escolha cambial é capaz de prevenir crises cambiais e financeiras?

A análise realizada neste capítulo nos leva a concluir que a escolha dos regimes cambiais deve estar em consonância não apenas com as características estruturais de uma

dada economia, mas também com os objetivos de política macroeconômica que o país deseja atingir. Assim, contrariando a visão bipolar, que afirma que regimes intermediários não são mais viáveis num mundo de crescente mobilidade de capitais, mostramos que regimes fixos, flexíveis e intermediários ainda são soluções possíveis para economias emergentes, sendo dependentes, contudo, das circunstâncias e do momento histórico de cada país.

No **capítulo 2**, passamos a estudar a dinâmica de uma crise financeira a partir da Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky. O que pretendemos mostrar é como que o processo de liberalização financeira tornou os países mais propensos a crises financeiras, ampliando o modelo de Minsky para economias fechadas. Neste capítulo, fazemos uma comparação entre o desenvolvimento das crises na Argentina e no Brasil. O principal resultado a que chegamos é que quanto maior a liberalização financeira de um país, maior sua propensão à crises financeiras. No caso específico dos países analisados, percebemos que a maior profundidade da crise na economia Argentina (comparado com o caso brasileiro) foi, em grande medida, resultado da maior liberalização financeira ocorrida naquele país.

Apesar de haver uma intensa discussão acerca das causas das crises cambiais, muito pouco é investigado acerca da evolução macroeconômica no pós-crise cambial. Um fato estilizado, nestes casos, é que os países que incorrem em crises cambiais, experimentam uma recessão profunda por conta da crise, mas recuperam o crescimento econômico rapidamente, cerca de um ou dois anos depois da crise. Neste sentido, no **capítulo 3** investigamos os principais determinantes da recuperação econômica das economias emergentes acometidas por crises cambiais, fazendo uma comparação entre a recuperação na América Latina e na Ásia. O que este estudo nos permite concluir, sinteticamente, é que economias com maior grau de abertura experimentam uma crise mais severa, mas, por outro lado, exibem uma recuperação mais vigorosa.

Por fim, na última seção, tecemos algumas considerações finais sobre os temas aqui tratados.

## Capítulo 1

### Por Trás das Escolhas: Tendências Recentes dos Regimes Cambiais para Economias Emergentes

#### 1.1 – Introdução

Desde o fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods, sob o qual os países tinham que manter as taxas de câmbio numa margem de variação bastante estreita, a questão dos regimes cambiais passou a ocupar grande parte dos discursos de política econômica internacional. Uma das principais características dos debates mais recentes acerca da reforma da arquitetura financeira internacional, por exemplo, diz respeito à avaliação do funcionamento de diferentes arranjos cambiais<sup>3</sup>. Concomitantemente, o fato da mobilidade de capital ter se tornado crescentemente elevada abriu a discussão sobre a viabilidade dos regimes cambiais. Mais especificamente, um dos resultados deste debate foi a crescente adesão na crença de que elevada mobilidade de capital poderia levar ao ‘desaparecimento dos regimes intermediários’: a idéia de que, para países financeiramente integrados aos mercados de capitais internacionais existe pouco, ou mesmo nenhum espaço, para existência de regimes que se encontrem entre regimes cambiais flutuantes e a unificação monetária<sup>4</sup>.

Inicialmente, esta hipótese foi aplicada para países desenvolvidos, principalmente depois do colapso do Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu em 1992. Somente após a

---

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, Kenen (2001, pp. 71-86), Eicheengreen (1999) and Summers (2000).

<sup>4</sup> A referência original ao desaparecimento dos regimes cambiais intermediários refere-se a Eichengreen (1994, p. 4-5). Ele argumenta que os países “serão forçados a escolher ou regimes cambiais flutuantes, por um lado, ou a unificação monetária, por outro”. Obstfeld and Rogoff (1995, p. 74) também desenvolvem o mesmo argumento: “Como vários exemplos mostram, manter um regime cambial fixo é bastante custoso para um governo quando sua promessa de não desvalorizar não possui credibilidade. [...] Um exame cuidadoso dos ataques especulativos sugere que mesmo sistemas com amplas bandas de flutuação, como o Sistema Monetário Europeu, não estão isentos de dificuldades, e que existe muito pouco, ou mesmo nenhum regime cambial confortável entre regimes flutuantes e a adoção de uma moeda comum”. Fischer (2001, p.22) baseado na classificação *de facto* do FMI conclui que “houve na última década um esvaziamento na distribuição dos regimes cambiais intermediários (*‘soft pegs’*), e um aumento, em contra partida, na participação dos regimes mais rígidos (*‘hard pegs’*) e dos regimes flutuantes. E isto é verdade não apenas para economias ativas no mercado de capitais internacionais como para todos os países”. [Todas as traduções presentes ao longo desta tese foram realizadas pelo autor]

Crise Asiática, em 1997-98, a idéia passou a ser também aplicada para economias emergentes. Em grande medida, a maior parte das crises que ocorreram nos países emergentes durante os anos noventa parece confirmar que os países foram forçados a adotar a solução de canto: México (1994), Tailândia, Indonésia e Coréia (1997), Rússia e Brasil (1998), Equador (1999), Turquia (2000-2001), tinham, de alguma forma, um tipo de regime intermediário. A exceção importante deste grupo é a Argentina em 2001, que possuía o *'currency board'* como sistema cambial no momento da crise. Cada um desses países foi forçado a abandonar a meta de taxa de câmbio e a mover-se para regimes com maior flexibilidade cambial. Em princípio, as causas das crises poderiam ser atribuídas a políticas monetária e fiscal desregradadas. Porém, é difícil atribuir as causas somente a esses fatores porque os países do Leste Asiático tinham uma boa consistência macroeconômica com relação a estas questões e a Argentina, no período de funcionamento do *currency board*, também se encaminhou rapidamente para estabelecer uma disciplina macroeconômica nos anos noventa (Frankel, 2003, p. 3). Dentre outros fatores, existe algum consenso de que os regimes cambiais podem explicar, em grande medida, como esses países acabaram envolvidos nas crises financeiras dos anos noventa.

O contexto de aumento sem precedentes no fluxo internacional de capitais nos faz recolocar a questão de quais regimes cambiais os países em desenvolvimento devem adotar. Apesar da 'trindade impossível'<sup>5</sup> afirmar que os países devem escolher dois de três objetivos (taxas de câmbio fixas, livre mobilidade de capitais e política monetária independente), é importante que não nos precipitemos em julgar a escolha ótima dos regimes cambiais antes de analisar os prós e contras de cada um dos regimes. A hipótese por trás deste capítulo é que as três categorias de regimes cambiais – flutuante, fixo e intermediário – são factíveis para alguns países. Parafraseando Frankel (1999a, p. 1-2), “nenhum regime [cambial] pode ser considerado adequado para todos os países, e, mesmo para o mesmo país, é provável que determinado regime não seja factível a qualquer tempo”.

Para examinar as vantagens e desvantagens dos regimes cambiais e a adequação destes regimes nos diferentes países optamos, neste capítulo, por examinar os regimes

---

<sup>5</sup> O modelo formal desta hipótese é o modelo Mundell-Fleming desenvolvido nos anos 60 pelos economistas Robert Mundell e Marcus Flemming.

extremos, nomeadamente os regimes fixos (*'hard pegs'*) e os regimes de livre flutuação. Assume-se, ainda, que os regimes intermediários possuem um 'mix' das características dos regimes fixos e dos regimes flutuantes. Possuir as características de um e outro regime significa, portanto, que os regimes intermediários possuem algumas das vantagens e desvantagens presentes nos regimes fixo e flutuante. Isto não quer dizer que eles não apresentem problemas típicos dos regimes intermediários. Como as crises financeiras dos anos 90 revelaram, a vulnerabilidade a ataques especulativos é visto como um dos principais pontos negativos deste tipo de regime. Contudo, como o colapso da economia Argentina em 2001 e a crise brasileira em 2002 comprovaram, *currency boards* e regimes flutuantes, da mesma maneira, não estão imunes a crises.

O presente capítulo está organizado da seguinte maneira. Na próxima seção enumeramos e descrevemos regimes cambiais alternativos, que variam da livre flutuação à união monetária. Na seção 1.3 discutimos os principais aspectos da 'visão bipolar' e as principais críticas levantadas na literatura contra esta hipótese. Nas seções 1.4 e 1.5 analisamos as principais vantagens e desvantagens dos regimes extremos, assim como sua adequação em diferentes contextos: na seção 1.4 nossa atenção está voltada para a análise das características dos regimes fixos, enquanto que na seção 1.5 avaliamos como um maior grau de flexibilidade no câmbio pode ajudar e os principais problemas que sua adoção pode trazer. Na seção 1.6 fazemos uma revisão de algumas evidências empíricas acerca da performance dos diferentes regimes cambiais. Finalmente, na última seção apresentamos os resultados finais da nossa pesquisa.

## **1.2 - Fixo, Intermediário ou Flutuante: Classificando os Regimes Cambiais.**

Apesar da nossa análise focar principalmente os regimes extremo fixo e extremo flutuante, podemos, contudo, identificar um leque maior de regimes cambiais entre os extremos, que variam de acordo com o grau de flexibilidade presente na taxa de câmbio<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> O principal objetivo desta seção é apresentar ao leitor os principais regimes cambiais que podem ser encontrados. Não pretendemos aqui nem explorar profundamente os vários esquemas de classificação presentes na literatura nem propor um novo. Um trabalho interessante acerca dos diferentes esquemas de classificação pode ser encontrado em Schuler (2005).

De acordo com Frankel (1999a, 2003), podemos identificar mais de dez regimes relevantes. Tais regimes podem ser agrupados em 3 categorias principais, sendo ordenados do mais flexível para o mais rígido. A classificação abaixo é uma combinação da proposta apresentada nos dois artigos supracitados.

#### **A. Extremo Flutuante**

1. Livre Flutuação
2. Flutuação Administrada

#### **B. Regimes Intermediários**

3. Bandas Cambiais ou Zonas Alvo (*'Target Zone'*)
4. *Crawling Peg*
5. Cesta de Moedas (*'Basket Peg'*)
6. Taxas Fixas Ajustáveis

#### **C. Extremo Fixo**

7. *Currency Board*
8. Dolarização (ou euroização)
9. União Monetária

Dependendo das características dos regimes intermediários, cada um deles pode oscilar entre uma categoria mais rígida ou mais flexível, dependendo do parâmetro relevante para definí-los. O parâmetro relevante é a largura da banda no caso das *Bandas Cambiais*; a velocidade do movimento do câmbio no caso do *Crawling Peg* e o número de moedas e a extensão pelo qual os pesos de cada moeda são publicamente anunciados no caso da *Cesta de Moedas*. No caso das *Taxas Fixas Ajustáveis*, o país pode variar sua taxa de câmbio dentro de um limite pré-determinado. No caso do sistema de Bretton Woods os países tinham que manter a variação do câmbio entre  $\pm 1\%$ ; e de  $\pm 2,5\%$  no caso do Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu.

Com relação ao extremo fixo, a *União Monetária* pode ser considerada como o compromisso mais firme que um país pode ter com relação à taxa de câmbio. Isto acontece porque a moeda circulando em um país é exatamente a mesma que circula em um ou mais países. No entanto, a união monetária não envolve somente a adoção de uma

única moeda, mas também um banco central comum entre um grupo de dois ou mais países. A comunidade abdica do uso de instrumentos usuais de política monetária, que passa a ser exercido somente pela autoridade monetária única, não deixando escopo para a ação individual das economias membro. O exemplo mais conhecido de união monetária é a União Econômica e Monetária Européia, que utiliza o euro como moeda comum desde 2002. Outros exemplos que podem ser citados são as ilhas do Leste Caribe (União Monetária do Caribe Oriental) e os 14 países da Comunidade Financeira da África (CFA) da zona do franco, cuja moeda era ancorada no franco francês e agora é ancorada na moeda da comunidade européia.

A dolarização se aproxima da união monetária no caso específico da dolarização plena (oficial). Ela pode ser definida como um sistema onde o país importa uma moeda mais forte, fazendo com que tal moeda estrangeira possua curso forçado, reduzindo sua própria moeda a um papel secundário ou até mesmo nulo (Bogetic, 1999, p. 3). O Panamá é o exemplo mais conhecido deste tipo de regime. Mais recentemente, Equador e El Salvador também adotaram a dolarização como regime. Uma outra possibilidade de dolarização diz respeito à dolarização não-oficial ou ‘parcial’<sup>7</sup>, que reflete a mudança descoordenada na preferência dos indivíduos em direção a alguma moeda estrangeira. Esta forma de dolarização é uma resposta à instabilidade econômica e às altas taxas de inflação, aliada ao desejo dos residentes de diversificar e proteger seus ativos do risco de desvalorização da moeda nacional (Berg and Borensztein, 2000). Finalmente, *currency boards* podem ser vistos como um compromisso inequívoco para ofertar ou converter, sem limites, obrigações monetárias do banco central a uma taxa fixa (IMF, 1997, p. 84).

---

<sup>7</sup> De acordo com Schuler (2000), dentre os exemplos de economias com dolarização não-oficial que utilizavam o dólar americano em Janeiro de 2000 podemos citar alguns países da América Latina e do Caribe, como Bolívia, México e Nicarágua, e a maior parte dos países do Leste Europeu, como Armênia, Azerbaijão, Geórgia, Rússia e Ucrânia. Outros exemplos de dolarização não-oficial que utilizam outras moedas como referência no mesmo período são Macau e o sul da China, que adotaram o *dólar de Hong Kong*, e a Bielo-Rússia, que adotou o *rublo russo* como moeda.

Argentina, Estônia, Lituânia e Bulgária<sup>8</sup> estão entre os países que recentemente experimentaram este tipo de arranjo cambial.

Por fim, o extremo flexível, que alcançou uma maior popularidade após a derrocada Argentina, representa a determinação das taxas de câmbio via mercado. Entretanto, a *Flutuação Administrada* ou a '*flutuação suja*' conta com a prontidão do banco central em intervir no mercado de divisas, sem, no entanto, defender uma paridade particular. A maior parte das intervenções pretende funcionar como um contrapeso – comprando a moeda quando ela está valorizando (ou já está valorizada) e vendendo quando ela já está desvalorizando (ou já está desvalorizada) (Frankel, 1999a, p.4). Este sistema funciona, em grande medida, como uma forma de evitar que a taxa de câmbio experimente elevada volatilidade na sua paridade cambial. Já com a *Livre Flutuação* ou *Flutuação Pura*, espera-se que o banco central não intervenha no mercado de divisas. Ao contrário, as autoridades monetárias permitem que a oferta privada de moeda estrangeira encontre o equilíbrio com a demanda privada por divisas sem qualquer interferência. Apesar da sua raridade, os Estados Unidos podem ser citados como um exemplo mais próximo da determinação das taxas de câmbio via mercado sem a intervenção das autoridades monetárias.

É importante acentuar que, como explicitado por Kenen (2001), os limites existentes entre estes regimes são claros conceitualmente, mas são mais obscuros em termos operacionais. Como ele mesmo explica:

Nenhum país pode ser avaliado como praticante da livre flutuação se seu governo ou banco central interveio recentemente ou irá intervir no futuro. Da mesma forma, é difícil afirmar com confiança que bancos centrais ignoram a taxa de câmbio completamente quando estabelecem suas políticas de taxas de juros. O limite entre flutuação administrada e regimes intermediários (*soft pegging*) é ainda mais difícil de ser estabelecido operacionalmente, porque regimes intermediários fixam *de facto*, em algum grau, a taxa de câmbio, e somente pode-se inferir a

---

<sup>8</sup> Na Argentina, o Currency Board (CB) foi adotado em abril de 1991, estabelecendo uma taxa de câmbio de 10.000 *austrais* (depois = 1 peso) = US\$ 1. O sistema foi abandonado em janeiro de 2002. Na Estônia, o sistema foi implantando em junho de 1992, estabelecendo uma taxa de câmbio de 8 *kroons* = 1 marco alemão. A moeda âncora passou a ser o euro, depois que esta moeda substituiu o marco alemão. Na Lituânia, o CB foi adotado em abril de 1994, e foi estabelecida uma taxa cambial de 4 *litas* = US\$ 1. Em abril de 2002, o país substituiu o dólar pelo euro como moeda âncora. Por fim, na Bulgária o CB foi estabelecido em julho de 1997, e a taxa de câmbio foi fixada em 1.000 *leva* (depois 1 *leva nova*) = 1 marco alemão. A moeda âncora, posteriormente, também passou a ser o euro.

aderência desses regimes através da observação do comportamento da taxa de câmbio e de outras variáveis. (p. 76)

### 1.2.1 – A Classificação do FMI para os Regimes Cambiais.

A fim de compreender como os regimes cambiais se distribuem entre os países nós consideramos a classificação *de facto* dos regimes cambiais documentada no sistema de classificação do Fundo Monetário Internacional em Dezembro de 2005. O FMI declara que este sistema de classificação é baseado nos regimes cambiais efetivos dos países membros identificados pelos pesquisadores desta organização, que pode diferir dos regimes oficialmente anunciados pelos mesmos países. O esquema agrupa os regimes cambiais levando em conta o grau de flexibilidade e a existência formal ou informal de compromissos com a trajetória da taxa de câmbio ao longo do tempo<sup>9</sup>.

Dos países presentes no sistema de classificação, 48 países haviam desistido de ter uma moeda independente, através de um compromisso institucional estrito: 12 são membros da União Monetária Européia (UME) e 36 são países em desenvolvimento ou economias em transição. Assim,

⇒ União monetária da área do Euro: Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal e Espanha;

Dos 36 países:

⇒ 20 formaram algum tipo de união monetária (6 na União Monetária do Caribe Oriental e 14 na CFA da zona do franco);

⇒ 9 são “dolarizados” (Equador, El Salvador, Panamá, 4 países-ilha do Pacífico Sul, San Marino e Timor-Leste);

⇒ 7 tinham *currency boards* (Bósnia-Herzegovina, Brunei Darussalam, Bulgária, Hong Kong (China), Djibouti, Estônia e Lituânia)

Cinquenta e seis membros do FMI foram classificados como possuindo algum tipo de regime intermediário. Destes 56 países, 45 adotaram ‘arranjos cambiais fixos ajustáveis’ (40 adotaram apenas uma única moeda e 5 adotaram uma cesta), 6 adotaram

<sup>9</sup> Ver Tabela 1.1 no final do capítulo para uma lista completa de **todos os países** agrupados por tipo de regime cambial em 2005.

‘bandas horizontais’, sendo 4 deles membros do Mecanismo de Taxas de Câmbio II (MTC II)<sup>10</sup>, e 5 adotaram ‘crawling pegs’. Cinquenta e três foram classificados pelo FMI como ‘flutuação administrada sem nível pré-anunciado de taxa de câmbio’ e 30 como possuindo ‘flutuação independente’. Assim, de acordo com a classificação acima, oitenta e três países estariam classificados no extremo flexível, embora Frankel (2003, p.8) afirme que, apesar da ‘flutuação administrada’ ser vista por muitos como flutuante, tal sistema, na verdade, pode envolver suficiente intervenção e direcionamento do câmbio que justificaria sua classificação como um regime intermediário. Pelos seus cálculos, portanto, o resultado final seria que cento e nove países estariam enquadrados na categoria intermediária e apenas trinta na categoria ‘extremo flexível’.

Se levarmos em conta apenas os países emergentes<sup>11</sup>, teremos o seguinte resultado para 2005. Cinco países tinham um regime cambial super fixo: 4 ‘dolarizados’, incluindo Equador e El Salvador, e somente a Bulgária com o sistema de *currency board*. Nove países haviam aderido ao sistema de taxas fixas, mas ajustáveis, incluindo China, Malásia e Venezuela. Com relação à China, que deixou inalterada sua taxa de câmbio nominal em relação ao dólar por cerca de oito anos, esta iniciou um processo de desvalorização que, nos cinco meses subsequentes a julho de 2005, chegou a 2,6% (USA, Department of the Treasury, May, 2006). Apesar do Departamento do Tesouro americano afirmar, no documento supracitado, que a China havia movido seu sistema cambial para ‘flutuação administrada’, o FMI manteve a classificação da China como sendo de ‘taxas fixas ajustáveis’. Nenhuma economia emergente foi classificada nem como ‘bandas horizontais’ nem como *crawling peg* em 2005 pelo FMI, e somente a Hungria possuía um tipo de *crawling band*, o que é um fato interessante de se observar na perspectiva da evolução dos regimes cambiais nos anos subsequentes aos anos 90. No caso do extremo flexível, grande parte das economias emergente se agrupou nesta categoria em 2005. Nada menos que treze países foram classificados como ‘flutuação administrada’ e dez países se enquadraram na categoria de flutuação independente. Dentre os países de

---

<sup>10</sup> Assim como a primeira versão do Mecanismo de Taxas de Câmbio, o MTC II também é parte da adaptação de alguns países para se tornarem parte do Sistema Monetário Europeu.

<sup>11</sup> Como dissemos anteriormente, assim como proposto por Fischer (2001), para efeitos de classificação, os países considerados como mercados emergentes ou estão listados no índice *MSCI (Morgan Stanley Capital International) Emerging Markets* e/ou no índice *EMBI+ (Emerging Markets Bond Index plus)*.

‘flutuação suja’ podemos destacar Argentina, Rússia e Indonésia, e dentre os de ‘flutuação pura’ temos como exemplo Brasil, México, Filipinas e a África do Sul<sup>12</sup>.

### 1.2.2 – A classificação de facto e de jure: as abordagens do ‘medo’.

A classificação oficial dos regimes cambiais do Fundo Monetário Internacional pode ser considerada um divisor de águas na literatura da economia internacional. Inicialmente, havia apenas duas entradas, par (fixo) e ‘outros’. Depois, como descrito na tabela 1.3, no final deste capítulo, a classificação foi expandida para três, e depois para quatro entradas. A classificação composta de quatro entradas permaneceu praticamente inalterada entre 1983 e 1998. Esta era formada pelas seguintes categorias: fixo, flexibilidade limitada, flutuação administrada e flutuação independente. Contudo, a classificação anterior a 1997 não apenas não refletia toda a gama de regimes cambiais existentes naquele momento, como também contava com a autodeclaração dos governos sobre o tipo de regime cambial adotado num dado ano.

A percepção da diferença entre o regime cambial que alguns países declaravam (*de jure*) e aquele que realmente praticavam (*de facto*) deu origem não só a novos métodos de classificação das taxas de câmbio, mas lançou também a discussão e a avaliação de como e porque os países se comportam de maneira diferente daquela que eles dizem se comportar, o que é explorado pelo que aqui chamamos de ‘literatura do medo’. Desta maneira, a principal descoberta desta literatura diz respeito ao fato de que alguns países que costumavam dizer que sua taxa de câmbio era flutuante, na verdade intervinham na determinação do câmbio de forma a evitar sua flutuação, o que usualmente é referido como ‘medo de flutuar’ (Calvo e Reinhart, 2000). Outros países que declaravam um regime do tipo mais flexível, na prática fixavam a taxa de câmbio, o que usualmente é referido como ‘medo de fixar’ (Levy-Yeyati e Sturzenegger, 2002; Gosh et alli, 2000).

Não é nenhuma surpresa que *‘policy makers’* estejam preocupados com o comportamento das taxas de câmbio, tendo em vista os efeitos que tais mudanças podem

---

<sup>12</sup> Ver Tabela 1.2, no final do capítulo, para uma lista completa de **todos os países emergentes** agrupados por regimes cambiais em 2005.

ter sobre variáveis importantes, como a inflação, por exemplo. Como Calvo e Reinhart (2000; 2002) argumentam, o ‘medo de flutuar’ pode ocorrer por várias razões, tais como: problemas de credibilidade da política econômica; medo da doença holandesa<sup>13</sup>, no caso de profundas apreciações; e o medo de inflação, de descasamento cambial (*currency mismatches*)<sup>14</sup> e/ou efeitos no balanço patrimonial (*balance sheet effects*) (no caso de elevado endividamento em dólares) no caso de grandes depreciações. Com relação ao ‘medo de fixar’, Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002) afirmam que isso pode acontecer, possivelmente, como uma tentativa dos países reduzirem sua exposição a ataques especulativos associados às garantias explícitas assumidas.

Uma outra questão importante que devemos levar em conta deriva do fato de que algumas metodologias foram sugeridas para classificar os regimes em termos dos regimes cambiais que os países realmente seguem. Embora de extrema relevância, as novas classificações propostas pelos diferentes autores<sup>15</sup> do debate *de jure/de facto* não apenas diferem entre si, mas diferem também da classificação *de jure*. Esta é uma questão que suscita preocupação já que um dos principais requisitos de um sistema de classificação é a uniformidade. Seria muito confuso se, por exemplo, os biólogos não chegassem a um acordo se um animal é um boi ou um peixe-boi (Schuler, 2005, p.3). De certa maneira, esta é a posição que os economistas se encontram no que se refere à classificação dos regimes cambiais.

---

<sup>13</sup> A doença holandesa é um conceito econômico que tenta explicar a aparente relação entre a exploração de recursos naturais e o declínio do setor manufatureiro. Ela ocorre quando a descoberta de um recurso natural eleva o valor da moeda nacional, fazendo com que os bens manufaturados fiquem menos competitivos internacionalmente, aumentando as importações e reduzindo as exportações. O termo se originou na Holanda depois da descoberta de gás no Mar do Norte. Embora a doença seja originalmente associada à descoberta de recursos naturais, ela pode ocorrer a partir de qualquer episódio que resulte numa grande entrada de moeda estrangeira, incluindo um grande aumento nos preços dos recursos naturais, na assistência estrangeira e no investimento externo direto. [Fontes: [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org) [acessado em 24/11/2006]; [www.investwords.com](http://www.investwords.com) [acessado em 24/11/2006] e Ebrahim-zadeh (2003)]

<sup>14</sup> *Currency mismatches* ocorrem quando ativos e passivos são denominados em moedas diferentes de tal forma que a riqueza líquida é sensível a mudanças na taxa de câmbio.

<sup>15</sup> Como mencionado anteriormente, para uma lista extensiva das recentes classificações apresentadas na literatura ver Schuler, 2005.

### 1.3 - A Tendência dos Regimes aos extremos: a Hipótese Bipolar.

Cada uma das grandes crises financeiras em mercados emergentes desde o início dos anos noventa – México (1994), Tailândia, Indonésia e Coréia (1997), Rússia e Brasil (1998), Equador (1999), Turquia (2000-2001) e Argentina (2001-2002) – envolveu, em alguma medida, algum tipo de regime intermediário (*‘soft peg’*), com a importante exceção da Argentina, que possuía o *‘currency board’*. Já nos primeiros momentos, muitos autores argumentavam que, num mundo de crescente mobilidade de capitais, os países não encontrariam mais espaço para adotar um regime intermediário, de forma que eles teriam que se mover para os extremos: ou o extremo flexível ou o extremo fixo. Esta é a visão bipolar, ou a hipótese dos extremos, que afirma que os regimes intermediários não são mais viáveis. De acordo com Summers, por exemplo (2000):

[...] a escolha de um regime cambial apropriado [...] para economias com acesso ao mercado internacional de capitais significa, cada vez mais, um movimento de esvaziamento dos regimes fixos ajustáveis em direção aos extremos: ou através da adoção de um regime flexível, ou da adoção de um regime fixo que represente um compromisso inequívoco de não lançar mão de uma política monetária independente (p.8)

Apesar da sua popularidade desde o início dos anos noventa, a idéia da hipótese dos extremos refere-se, originalmente, a Friedman (1953). Naquele momento ele afirmava que:

[...] o sistema de mudanças ocasionais em regimes cambiais temporariamente rígidos me parece o pior de dois mundos: nem provê a estabilidade das expectativas que um regime cambial rígido e estável genuíno pode prover num mundo de comércio irrestrito, não provendo também a voluntariedade e a habilidade de ajustar a estrutura de preços internos às condições externas, nem oferece a continua sensibilidade de um regime cambial flexível. (p.164)

Contudo, a principal preocupação de Friedman, naquele momento, estava relacionada com o sistema de *‘taxas fixas ajustáveis’* de Bretton Woods. Ele considerava tal sistema altamente vulnerável a ataques especulativos, não somente por conta da incerteza sobre quando os ajustes ocorreriam, por conta da pressão acumulada sobre a taxa de câmbio, mas também a natureza da mudança como uma *‘aposta de mão*

única' (*one way bet*): se existe a possibilidade de uma mudança na taxa de câmbio, a direção da possível mudança seria sempre bem clara. Já nos anos noventa, Eichengreen (1994) levantou a mesma questão, mas focando a crise do Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu (MTC) em 1992-1993<sup>16</sup>. Até então, a visão bipolar havia sido aplicada, principalmente, para países desenvolvidos.

Somente após a crise asiática, de 1997-1998, a visão bipolar passou também a ser aplicada aos países emergentes. No esforço de 'reformatar a arquitetura financeira' de forma a minimizar a frequência e severidade das crises no futuro, a proposição foi rapidamente absorvida pela literatura financeira como a nova sabedoria convencional (Frankel, 2003, p.15).

Um dos principais argumentos que apóiam a não viabilidade dos regimes intermediários repousa no princípio da 'Trindade Impossível'. Este princípio estabelece que um país tem que escolher dois de três objetivos: taxa de câmbio fixa, mobilidade de capital e política monetária independente. Num mundo onde os países estão cada vez mais integrados financeiramente, como é o caso dos países emergentes, a escolha se resume a apenas duas: taxas fixas de câmbio e independência monetária.

A Figura 1 ilustra a idéia principal da trindade impossível de maneira simples. Cada um dos três lados do triângulo possui uma atração – independência monetária, estabilidade cambial e total integração financeira. Como o princípio da trindade impossível afirma, um país pode escolher quaisquer pares de atributos: os primeiros no vértice de 'total controle de capitais', os dois outros no vértice 'união monetária' e os últimos dois atributos no vértice 'flutuação pura'. Entretanto, conforme os países adotaram políticas que foram traduzidas no aumento da mobilidade de capitais e da integração financeira, estas economias foram se direcionando para a base da pirâmide.

---

<sup>16</sup> O Mecanismo de Taxas de Câmbio Europeu (MTC) foi um sistema introduzido pela Comunidade Européia em Março de 1979, como parte do Sistema Monetário Europeu (SME), para reduzir a variabilidade das taxas de câmbio e alcançar a estabilidade monetária na Europa como preparação para a União Econômica e Monetária que culminaria com a introdução de uma única moeda, o euro, em 1º de Janeiro de 1999. Tal mecanismo também era baseado no conceito de taxas fixas ajustáveis, com margens que se moviam em torno de  $\pm 2,5\%$  para a maior parte dos países. Depois da crise o Sistema Monetário Europeu foi forçado a recuar para bandas cambiais de 30 por cento de largura ( $\pm 15\%$  em torno de uma paridade central), um sistema que, segundo (Obstfeld e Rogoff, 1995, p. 73), era pouco distinguível de um regime cambial flexível.

Uma vez na base, a principal questão que deve ser considerada pelos países é a escolha do grau de flexibilidade da taxa de câmbio.

Um ponto muito interessante sobre a viabilidade dos regimes intermediários foi levantado por Frankel (1999a, 2003) e Frankel et alli (2000). Eles argumentam que o princípio da ‘trindade impossível’ não significa que se deve abdicar da completa estabilidade ou da completa independência monetária. Ao contrário, seria perfeitamente possível para um país perseguir meia estabilidade e meia independência. Ou seja, mesmo sob perfeita mobilidade de capital, não existe nada que impeça um país de escolher uma solução intermediária entre flutuação e união monetária. Como podemos ver na Figura 1.1, os países são capazes de escolher um ponto entre livre flutuação e união monetária, não tendo, necessariamente, que escolher os extremos da flexibilidade cambial.

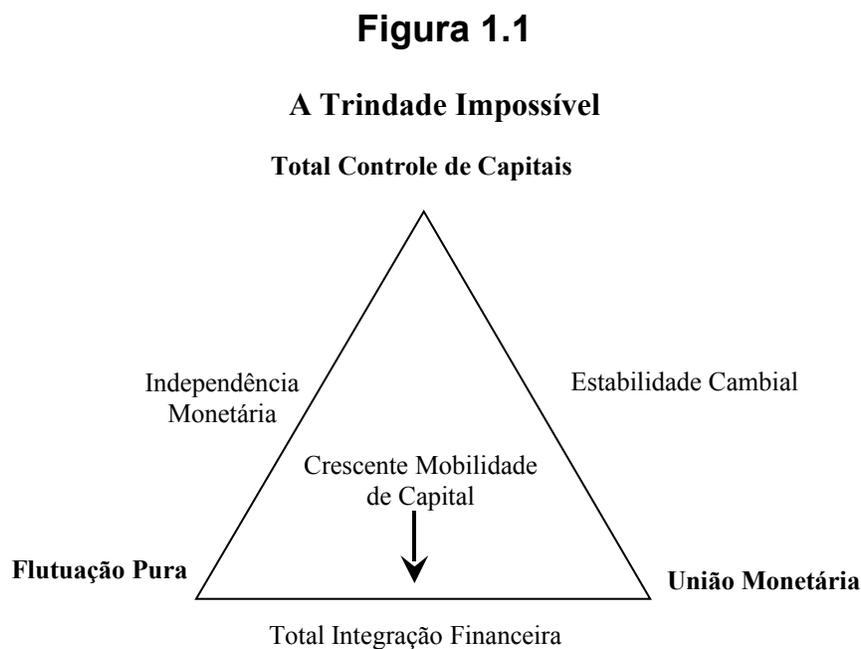
Apesar do seu grande apelo, alguns críticos afirmam que a hipótese dos extremos possui algumas deficiências. De acordo com Velasco (2000), por exemplo, falta base empírica para a nova sabedoria convencional. Este autor afirma que todo o entusiasmo com *currency boards* durante os anos noventa foi atribuído, principalmente, à experiência da Argentina, e até mesmo esta experiência acabou sendo mal sucedida no final das contas. E as outras experiências, com exceção de Hong Kong, foram muito curtas para serem informativas. Embora o autor esteja citando apenas as experiências mais recentes com *currency boards*, não podemos esquecer que *currency boards* têm uma história bastante longa. Desde as primeiras experiências nas colônias Britânicas nas Ilhas Maurício, em 1849, até agora, *currency boards* já foram implementados em mais de setenta países, o que é uma lista bastante longa para não ser empiricamente considerada<sup>17</sup>. Com relação aos regimes de flutuação pura, o autor aponta que o principal problema reside no fato de que não existe banco central no mundo que se abstenha completamente de intervir no mercado de divisas. Um outro demérito importante seria o fato de que a hipótese dos extremos deixa bastante nebuloso que países devem adotar qual sistema polar e como eles deveriam ser implementados.

Mesmo levando em conta todas essas críticas, é inegável que a maior parte dos países de renda média envolvidos em crises financeiras nos anos noventa tinha algum tipo

---

<sup>17</sup> Para uma extensiva coleção de artigos sobre *currency boards* e ‘dolarização’ consultar <http://users.erols.com/kurrency#cvbdsngl> [acessado em 25/08/2006]

de regime intermediário como regime cambial. México, Tailândia, Coréia do Sul, Indonésia e Brasil operavam algum tipo de cesta ou banda que tiveram que abandonar quando foram surpreendidos por ataques especulativos, sendo, então, forçados a se mover em direção à flutuação. Da mesma forma, os países europeus envolvidos com o Mecanismo de Taxa de Câmbio, um espécie de banda, acabaram atingidos por uma crise especulativa nos anos 1992-1993.



Reproduzido de: Frankel, 1999a, p.7.

Se levarmos em consideração a distribuição dos regimes cambiais em números, as conclusões são bastante dependentes da classificação utilizada. Fischer (2001), por exemplo, baseado nos dados do FMI mostra que, ente 1991 e 1999, o número de países desenvolvidos e emergentes (países abertos ao fluxo de capital internacional) que adotavam regimes intermediários caiu. Havia 36 países (65%) adotando regimes intermediários em 1991 contra 15 (27%) que os adotavam em 1999. Ao mesmo tempo, o número de países nos extremos cresceu: o número de países no extremo fixo era de 3 (5%) em 1991 e passou para 14 (25%) em 1999, e o número de países no extremo flexível evoluiu de 16 (29%) para 26 (47%). Um resultado similar foi alcançado por

Levy-Yeyati e Sturzenegger (2002) usando uma classificação *de facto* baseada na volatilidade das reservas estrangeiras. Eles concluem que a classificação deles também revela um padrão de esvaziamento dos regimes intermediários durante os anos noventa.

Por outro lado, outros estudos apontam na direção oposta. Rogoff et alli (2003), por exemplo, usando a classificação Natural<sup>18</sup>, por eles desenvolvida, mostram que tal classificação não habilita a afirmação de que houve um ‘esvaziamento dos regimes intermediários’. Nas suas próprias palavras, a explicação para tal fato seria que:

Enquanto alguns poucos países emergentes se moveram nos anos 90 para regimes fixo *de facto* (Argentina e Malaysia) ou livre flutuação (Indonésia, Coréia e África do Sul), houve uma compensação de outros [países] que transitaram de regimes com constantes desvalorizações por conta da alta inflação [*free falling regimes*] para regimes intermediários (Brasil, Peru, Polônia, Rússia e Venezuela). Como resultado, o número de adeptos aos regimes intermediários permaneceu quase que o mesmo da década anterior. Além disso, a maior parte das transições *de facto*, desde 1990, entre países emergentes ocorreu mais em direção aos regimes intermediários [*soft pegs*] (China, Egito, Jordânia e Peru) do que em direção aos regimes extremamente fixos. (pp.19-22)

Uma outra investigação conduzida por Masson (2001) chega a praticamente a mesma conclusão, mas através da aplicação do modelo de cadeias de Markov, utilizado para estimar as probabilidades de transições entre as três categorias cambiais: fixo, intermediário e flutuante. O autor usa dois regimes de classificação alternativos (Gosh et alli, 1997 e Levy-Yeyati & Sturzenegger, 1999). Ele chega à conclusão de que nenhum dos dados oferece firme suporte para a existência de uma substancial debandada dos regimes intermediários, além de afirmar que estes regimes vão continuar a constituir uma importante fração dos regimes cambiais, ou, no mínimo, levarão um longo tempo para desaparecer.

Em conclusão, mesmo não levando em conta a divergência presente na literatura, ainda falta à hipótese dos extremos base teórica que prove sua superioridade sobre os regimes intermediários. O modelo para validação desta proposição parece ainda estar para ser desenvolvido, se este for o caso.

---

<sup>18</sup> A classificação Natural é baseada, principalmente, numa extensiva série de dados sobre a existência, ou não, de taxas paralelas determinadas pelo mercado.

## **1.4 - Regimes Fixos (*Hard Pegs*): Prós, Contras e Adequação.**

O principal propósito desta seção é avaliar a adequação e a inconveniência dos regimes fixos. Na verdade, esta seção tentará responder duas questões principais: que tipos de países são mais aptos para adotar os regimes fixos e quais os prováveis desacertos que os países que os adotam devem enfrentar. Obviamente que a análise pressupõe que esses países estão inseridos num contexto de elevada mobilidade de capitais.

### **1.4.1 - Credibilidade e Âncora Nominal para a Política Monetária.**

Um dos mais importantes argumentos a favor dos regimes fixos baseia-se na necessidade de tornar a política monetária crível. Quanto mais firme o compromisso com o regime fixo, menor será o escopo para a atuação da política monetária, porque a taxa de juros estará sendo determinada pela política monetária no país âncora com o qual o câmbio do país emergente está relacionado (Calvo e Mishkin, 2003, p.14). No caso do uso de política discricionária, haverá uma tendência inflacionária no estabelecimento da política monetária. Obviamente, isto dependerá do contexto institucional que cada país estará inserido.

A vantagem de atar as mãos dos formuladores de política é que o país pode ‘importar’ credibilidade ao fixar o valor de sua moeda ao de uma moeda forte, como o dólar, por exemplo. Ao proceder dessa maneira, o banco central, implicitamente, compromete-se em manter o valor da taxa de câmbio até onde for possível. Isto significa, em última instância, que a autoridade monetária perde o controle da oferta de moeda doméstica.

Como conseqüência, sob um regime de câmbio fixo, o governo não pode utilizar a taxa de juros para estimular a demanda. Isto seria possível numa economia fechada, mas não em um país financeiramente aberto ao mercado de capitais, como é o caso dos países emergentes. A determinação da taxa de juros fora do escopo da economia nacional acaba

sendo consequência da combinação de taxas fixas de câmbio e o livre fluxo de capital. É exatamente a igualdade entre as taxas de juros doméstica e estrangeira que impede que o governo controle a oferta de moeda. Se, por exemplo, a autoridade monetária tentar expandir a oferta de moeda (através da compra de títulos domésticos do público), os agentes terão em suas mãos mais moeda do que desejam àquela taxa de juros. Eles tentarão se livrar do excesso de moeda doméstica adquirindo moeda estrangeira e, então, investindo seus ganhos no exterior, e restaurando, assim, seu equilíbrio entre moeda nacional e títulos. No final das contas, o governo terá menos reservas estrangeiras do que anteriormente e a tentativa de aumentar a oferta monetária acabará sendo frustrada.

Um outro ponto relevante levantado por Frankel (1999a) é que um país emergente sob taxas fixas de câmbio ou sob *currency board* deve aceitar uma taxa de juros que pode não ser apropriada para as condições cíclicas da sua moeda doméstica. Assim, quando o *Federal Reserve* aumenta a taxa de juros nos Estados Unidos, as taxas de juros nos mercados emergentes crescem mais do que um para um. De acordo com os cálculos do autor, os resultados da regressão de alguns países emergentes contra as taxas dos fundos americanos entre dezembro de 1994 e agosto de 1998 revelam que, quando os Estados Unidos sobem sua taxa de juros em 1 ponto percentual, as taxas de juros nestes países sobem mais do que 1 ponto percentual. Para a Argentina, por exemplo, os juros sobem, em média, um valor estimado de 2,73 pontos percentuais quando a economia americana sobe os juros em 1 ponto percentual<sup>19</sup>.

Além do argumento da credibilidade, acredita-se que um regime fixo pode promover não apenas a disciplina monetária, mas também a disciplina fiscal. A explicação central para que isso ocorra baseia-se no fato de que a adoção de uma política fiscal frouxa num regime cambial fixo pode, eventualmente, levar à exaustão das reservas e ao fim do regime de câmbio fixo (Velasco, 2000, p.3). A desvalorização da moeda de um país pode implicar um elevado custo político para o governo, já que os políticos podem ser punidos no futuro por um mau comportamento hoje. Num sistema do tipo

---

<sup>19</sup> Para o Brasil e México os resultados são ainda mais expressivos: as taxas de juros aumentaram em 45,93 e 26,65 pontos percentuais, respectivamente. De acordo com Frankel (1999), os resultados são estatisticamente significantes, mas os erros padrão presente na regressão são substancialmente altos para estes dois países. O autor aponta que isto pode ser causado por uma relação positiva entre a incerteza cambial e o coeficiente de regressão. Quanto maior a incerteza cambial, maior é a oscilação no prêmio de risco, ou seja, maior a elasticidade da taxa de juros do país ancorado com relação ao país âncora.

*currency board*, por exemplo, a legislação proíbe o financiamento monetário dos déficits fiscais, o que pode ser considerado um comprometimento adicional em direção a uma maior disciplina fiscal e monetária. Apesar disso, a performance fiscal da Argentina e do Panamá não podem ser consideradas proeminentes, sendo que, no caso da Argentina, houve uma melhora fiscal expressiva com relação à situação dos anos oitenta.

#### 1.4.2 - Redução da Inflação, Incerteza e o Estímulo ao Comércio e Investimento.

Um dos principais benefícios em fixar a moeda nacional à uma moeda forte, ou mesmo abdicar da própria moeda, é que isto pode ser de grande serventia no combate à inflação. Se um país está apto à ‘importar’ credibilidade e, então, construir uma disciplina fiscal e monetária, isto poderá sinalizar aos agentes um maior comprometimento das autoridades monetárias com o controle da inflação já que o regime fixo impedirá que o banco central expanda a quantidade de moeda, mesmo que ele assim o desejasse.

Como apontado anteriormente, uma vez que o compromisso com o regime fixo é crível, a taxa de juros no mercado emergente estará conectada com aquela do país âncora. Assim, uma outra forma de visualizar porque a âncora nominal de um regime cambial fixo é capaz de reduzir as expectativas inflacionárias e, então, manter a inflação sob controle no país emergente, consiste na idéia de que o país ancorado herda a credibilidade de baixa inflação da política monetária do país âncora (Mishkin, 1998, p.4).

Reduzir, ou mesmo eliminar, a volatilidade da taxa de câmbio pode trazer também importantes benefícios para o país ancorado. Ao evitar as incertezas da taxa de câmbio o governo pode estimular o comércio internacional e aumentar a taxa de investimento. Afirma-se que se o sistema for extremamente comprometido, como a dolarização ou a união monetária, a eliminação dos custos de transação, juntamente com a eliminação do risco cambial, podem promover o comércio e o investimento de forma ainda mais expressiva.

Por outro lado, a redução ou eliminação da variabilidade da taxa de câmbio pode trazer sérias implicações em termos de estabilidade financeira. Como discutiremos adiante, tal fato pode encorajar posições de moedas estrangeiras não *hedgeadas*

(protegidas), um típico problema de risco moral. Esta situação ocorre porque os sistemas fixos sempre são vistos como uma garantia implícita. Outros inconvenientes relacionados à fixação da taxa cambial serão discutidos ao longo do capítulo.

### 1.4.3 – Taxas Fixas de Câmbio e as Características da Economia: Quem Está mais Apto para Fixar?

Nesta seção tentamos responder a questão de quais são os ambiente econômicos adequados para a adoção do sistema fixo de câmbio. A literatura fornece muitas explicações para os porquês dos países adotarem (ou não) um regime fixo de câmbio.

Uma das primeiras explicações presentes na literatura é fornecida pela teoria da ‘área monetária ótima’, que ressalta, principalmente, o papel da abertura e do tamanho do país para determinar que tipo de taxa de câmbio seria mais adequado para cada país. Quanto maior for a integração econômica entre os países maior será a possibilidade de se constituir uma ‘área monetária ótima’. Em geral, pequenas economias abertas usufruem mais plenamente de um regime de taxas fixas de câmbio. Além disso, quanto menos diversificadas forem a produção do país e a estrutura de exportação, e quanto mais geograficamente concentrado for o comércio, mais forte é o caso para taxas fixas (IMF, 1997, pp.82-83)<sup>20</sup>.

A flexibilidade dos preços internos da economia, principalmente salários e preços de mercado, é um outro ponto importante que deve ser levado em conta quando um país decide fixar sua taxa de câmbio: com taxas fixas de câmbio, os salários nominais e os preços devem se ajustar, mesmo que lentamente, em resposta a um choque adverso. Isto quer dizer que, em termos de choques reais, que represente uma mudança nos termos de comércio, seja nacional ou internacional, deve haver ou uma mudança nos preços internos, ou na taxa de câmbio, ou em ambos para acomodar a economia à nova situação, já que o câmbio é incapaz de absorver tais choques. Além disso, a taxa de câmbio fixa fica favorecida quando os distúrbios que assolam a economia são predominantemente choques domésticos, como choques monetários de demanda, por exemplo, já que o câmbio fixo reduz a possibilidade de que tais choques ocorram.

---

<sup>20</sup> Na quadro 1.1, no final do capítulo, mostramos um resumo das relações existentes entre as características da economia e o tipo de regime cambial que é mais adequado para fazer frente a estas características.

Também é relevante, como sublinhado por Williamson (1998, p.4), que a economia com a qual a moeda será atrelada seja aquela em que a maior parte do comércio do país adotante se realize. Além disso, o país adotante deve ter preferências sobre inflação que sejam, em grande medida, similares àquelas do país o qual planeja fixar sua moeda. Em outras palavras, a política macroeconômica seguida pelo país adotante tem que ser consistente com aquela adotada no país âncora. Estas condições também são válidas no caso do país adotante atrelar-se a uma cesta de moedas, ao invés de adotar apenas uma única moeda.

Um sistema bancário bem regulado e um forte compromisso do governo em aderir às suas próprias regras são os dois últimos requisitos para adotar uma taxa de câmbio fixa que discutiremos neste capítulo. Como um regime fixo impede que o banco central local sirva como ‘emprestador de última instância’ para os bancos domésticos, a regulação financeira tem que ser suficientemente estrita para evitar que eles assumam posições excessivamente arriscadas.

Apesar de ser extremamente relevante no caso dos *currency boards*, o último ponto não é menos importante para os outros tipos de regimes fixos. Instituições fortes e credibilidade na aderência às regras são elementos importantes para construir credibilidade na maior parte dos regimes. Entretanto, não é incomum que os mercados emergentes possuam bancos centrais fracos e instituições fiscais caóticas, o que acaba se configurando num tipo de paradoxo: países que precisam fixar sua taxa de câmbio possuem, na maioria das vezes, instituições fracas; mas, ao mesmo tempo, para aderir ao regime fixo, os países precisam de instituições que sejam fortes. Alguns defensores dos regimes fixos (como Hanke e Schuler, 1994, por exemplo) argumentam que tais regimes podem melhorar as instituições fiscais e estimular um gerenciamento mais adequado do sistema fiscal, já que quando o banco central está focado no regime fixo de câmbio, o governo não mais tem acesso à impressão de moeda para financiar os seus gastos. Entretanto, os problemas fiscais experimentados pelo Panamá e pela Argentina durante a vigência dos seus regimes fixos (*Hard pegs*) sugerem que este sistema é menos efetivo em melhorar as instituições do que se acreditava anteriormente<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Para maiores detalhes acerca das experiências destes dois países ver Mishkin e Savastano (2000).

#### 1.4.4 - Regimes Cambiais Fixos e seus Efeitos Colaterais: Lidando com as Inconveniências.

Discutiremos, nesta seção, as principais limitações e inconvenientes que as economias podem experimentar ao adotar regimes cambiais fixos.

##### 1.4.4.1 - Perda da Independência da Política Monetária

Uma das principais vantagens em fixar a taxa de câmbio é também considerada uma de suas principais fraquezas: a perda da independência na condução da política monetária. Como sugerido por Mishkin (1998, p.5), com um sistema fixo e com o mercado de capitais abertos, o país perde a habilidade de usar a política monetária para responder a choques domésticos que são independentes daqueles que atingem o país âncora. Isto significa dizer que o país adotante não pode utilizar a política monetária (reduzindo a taxa de juros, por exemplo) quando acontece uma queda repentina na demanda doméstica, como o declínio dos gastos governamentais, ou uma queda nas exportações do país. Como consequência, quanto maior o grau de rigidez da taxa de câmbio, mais o ajustamento ao novo equilíbrio deve recair sobre o movimento dos preços e custos internos.

Como a política monetária do país adotante é, em grande medida, relacionada àquela posta em prática no país âncora, a questão que permanece é a seguinte: a taxa de juros estabelecida pelo país âncora será ótima para o país adotante? A questão levantada por Mishkin e Savastano (2000) é que a perda por ter um regime fixo será muito pequena caso o país adotante seja tão integrado com o país âncora a ponto de existir uma alta correlação entre o *gap* de inflação e de produto, já que nestas circunstâncias o estabelecimento da taxa de juros baseado nas condições do país âncora será ótimo também para a economia doméstica. Mas essas correlações ocorrem raramente, principalmente porque existe uma diferença significativa entre a estrutura das economias emergentes e os países que servem como âncora, nomeadamente os países desenvolvidos.

#### **1.4.4.2 - Transmissão de Choques do País Âncora**

Uma outra armadilha que emerge da ancoragem da moeda nacional com uma moeda forte é a possibilidade de transmissão de choques do país âncora para a economia nacional, com possíveis conseqüências negativas. Uma alternativa possível é atrelar a taxa de câmbio a uma cesta de moedas, ao invés de apenas a uma única moeda. A possibilidade de adotar um cesta é mais recomendada quanto mais diversificado for o comércio do país. De outra forma, se a maior parte do comércio ocorrer com um determinado país, o caso de fixar o câmbio com relação a uma única moeda prepondera.

Por outro lado, não devemos esquecer que, em alguns casos, uma parte significativa dos débitos do país pode estar denominada em outra moeda. A crise asiática é um exemplo típico deste caso. Em 1997, para uma grande parte dos países asiáticos, os Estados Unidos eram o principal mercado para o qual exportavam, mas os débitos eram, em grande medida, denominados na moeda japonesa, o Yen. Como estes países eram, na prática, atrelados ao dólar, movimentos na taxa yen-dólar deixaram tais países em grandes dificuldades, e a crise tornou-se inevitável. Voltaremos neste ponto mais adiante.

#### **1.4.4.3 - Desalinhamento da Taxa de Câmbio**

Uma vez que a taxa de câmbio é fixada, uma fonte possível de problemas pode emergir do desalinhamento da taxa de câmbio, significando que a taxa de câmbio pode estar fixada num nível diferente daquele correspondente aos ‘fundamentos’ da economia. Obviamente que a taxa de câmbio pode ser fixada num nível diferente daquele ditado pelos ‘fundamentos’ para atender determinados objetivos de política econômica. Uma taxa fixada num patamar desvalorizado, por exemplo, pode fazer com que os produtos do país fiquem mais competitivos e, portanto, pode viabilizar um superávit no balanço de pagamento. No entanto, um dos mais relevantes princípios da macroeconomia aberta está relacionado à idéia de que um equilíbrio sustentável requer políticas monetária e fiscal consistentes com a escolha do regime cambial. Se esta consistência é violada, isto pode gerar um desequilíbrio econômico que desviará a taxa real de câmbio do seu nível ‘certo’ de equilíbrio.

Como dito antes, existe pouco ou nenhum espaço para ação da política monetária no caso dos regimes fixos. Assim, o uso de instrumentos monetários para alcançar o equilíbrio da taxa de câmbio real não pode ser visto como uma opção. Entretanto, como sugerido por Calvo e Mishkin (2003), é possível fazer uso de instrumentos alternativos, como impostos e subsídios sobre importações e exportações, para alterar a taxa de câmbio real efetiva (a chamada desvalorização fiscal). Isto poderia ser conseguido através da implementação de um imposto uniforme sobre importações acompanhado de um subsídio uniforme sobre as exortações da mesma magnitude, o que seria equivalente a uma depreciação real, embora a taxa de câmbio nominal permanecesse inalterada. Apesar das suas vantagens, uma desvalorização fiscal pode ser difícil de ser implementada de maneira rápida e efetiva sem instituições fiscais eficientes, como parece ser o caso da maior parte dos países emergentes.

#### **1.4.4.4 - Ausência de Emprestador de Última Instância e a Estabilidade do Sistema Financeiro**

Quanto mais firme for o compromisso com a rigidez do regime cambial, menor a habilidade das autoridades em estender o crédito doméstico. Como argumentado anteriormente, taxas fixas podem ser benéficas para combater a inflação e suas conseqüências, mas podem ser bastante prejudiciais para a estabilidade do sistema bancário. A ausência de um ‘emprestador de última instância’ num regime fixo é vista como uma desvantagem que deve ser seriamente levada em conta. Neste sentido, Velasco (2000, p.5) afirma que sistemas que amarram as mãos do banco central e os impedem de imprimir moeda também impedem os bancos de serem resgatados nos momentos mais problemáticos. De acordo com ele, este tipo de sistema torna uma crise de balanço de pagamentos menos provável somente ao preço de fazer as crises bancárias mais prováveis.

Entretanto, Berg e Borensztein (2000, p.21) chamam a atenção para o fato de que é importante diferenciar o papel do banco central operando uma janela de desconto para prover liquidez de curto-prazo do seu papel como garantidor último da estabilidade do sistema financeiro e do sistema de pagamento no caso de uma corrida bancária sistêmica.

No primeiro caso, a habilidade das autoridades monetárias em prover liquidez de curto-prazo para o sistema, ou em prestar assistência para pequenos bancos individuais em dificuldade, pode ser viável através da poupança prévia dos fundos necessários, ou através da garantia de linhas de crédito com bancos internacionais. No último caso, entretanto, se o sistema bancário enfrentar uma crise de confiança generalizada, as autoridades não estarão aptas para garantir a totalidade do sistema de pagamentos ou a totalidade dos depósitos. Em última instância, a habilidade da autoridade monetária em agir como um ‘emprestador de última instância’ está diretamente relacionada com sua capacidade de imprimir moeda. Quando eles não podem exercer esta capacidade, eles também não podem exercer a capacidade de socorrer o sistema bancário em caso de crise.

A ausência de um banco central capaz de agir como ‘emprestador de última instância’ pode ser compensada por outras medidas alternativas que não a política monetária. De acordo com Fischer (2001, p.16), tais medidas podem ser postas em prática através de ações como: a criação de um fundo do setor bancário, notadamente com recursos fiscais; o fortalecimento da supervisão do setor financeiro e dos controles prudenciais; a permissão para bancos estrangeiros operarem na economia, e, por fim, a disponibilização de créditos de contingência para o sistema bancário.

Um outro ponto negativo dos regimes fixos está relacionado ao fato de que eles podem ser uma fonte de risco moral (Mishkin, 1996; Obstfeld, 1998) e, conseqüentemente, um problema para o objetivo de alcançar estabilidade financeira. Com relação a este problema, vale a pena distinguir o risco moral que deriva da própria forma que os bancos funcionam daquele que se origina das garantias implícitas criadas pela taxa de câmbio fixa.

No caso do risco moral advindo da própria maneira como os bancos funcionam, deve-se levar em conta as características presentes no sistema financeiro de dada economia. Eichengreen e Hausmann (1999, p.6) salientam que o risco moral é um problema em sistemas financeiros onde: 1) os bancos são alavancados; 2) os bancos têm obrigações limitadas; 3) os mercados tem informação assimétrica sobre os riscos que o banco assume e 4) os bancos são resgatados com alguma probabilidade quando sofrem algum tipo de problema. Como a maior parte (para não dizer todos) dos sistemas financeiros compartilha, em maior ou menor medida, destas características, pode-se dizer

que esta fonte de risco moral é um problema que atinge, praticamente, todas as economias. Isto pode acontecer porque as características acima listadas criam incentivos para os bancos assumirem riscos excessivos, tendo em vista que o tomador tem incentivos para investir em projetos com riscos elevados, já que se beneficia caso o projeto seja bem sucedido, mas o prestador arca com a maior parte da perda caso o projeto falhe (Mishkin, 1996, p.3). Novamente, fortalecer a supervisão do setor financeiro e os controles prudenciais é visto como uma das melhores formas de diminuir, ou mesmo evitar, a incidência deste tipo de problema.

Por outro lado, regimes cambiais fixos podem também ser considerados uma fonte de risco moral porque oferecem garantias implícitas aos agentes. Parece claro que, para sustentar o câmbio fixo, as autoridades têm que fazer uma promessa estrita de que o câmbio não sofrerá mudanças. Com efeito, ao fazer isso, o governo está oferecendo ao setor privado uma segurança contra o risco de mudanças cambiais, fazendo com que os tomadores de empréstimo tenham pouco incentivo para proteger (*'hedge'*) sua exposição estrangeira<sup>22</sup> (Eichengreen & Hausmann, 1999, p.8). Se somarmos a isso o fato de que a maior parte dos países emergentes realiza empréstimos numa moeda diferente da sua, uma desvalorização inesperada (e acentuada) da taxa de câmbio, no caso de ampla dolarização do passivo (*'liability dollarization'*), pode elevar o valor do débito denominado em moeda estrangeira, afetar negativamente os balanços patrimoniais, e, conseqüentemente, levar ao desenvolvimento de uma crise financeira<sup>23</sup> (Mishkin, 1996; Mishkin, 1998). Além disso, ao oferecer riscos mais baixos para o investidor estrangeiro, um valor mais estável da moeda pode encorajar a entrada de capitais de curto prazo, o que pode levar a um grande aumento dos empréstimos, à piora na qualidade destes empréstimos, e à deterioração no balanço dos bancos, interferindo na habilidade destas instituições para intermediar fundos para aqueles agentes com oportunidades de investimentos mais produtivos (Mishkin, 1998, p.11).

---

<sup>22</sup> O caso da Argentina, entretanto, desqualifica este argumento, tendo em vista o elevado índice de dolarização atingido pela economia durante a vigência do *currency board*.

<sup>23</sup> Esta idéia será melhor desenvolvida no Capítulo 2.

## 1.5 - Os Regimes Flexíveis Podem Ter um Desempenho Melhor?

Muitos países em desenvolvimento se moveram para regimes cambiais com maior flexibilidade após as crises financeiras dos anos noventa. Nesta seção discutiremos os prós e contras que os países que adotam este tipo de regime podem se defrontar.

### 1.5.1 - O Caso para Taxas de Câmbio Flexíveis

O principal argumento apresentado por Milton Friedman, em 1953, em favor das taxas de câmbio flexíveis continua válido. Segundo ele, é mais simples e mais barato permitir um único preço mudar, ou seja, o preço da taxa de câmbio, do que esperar o lento movimento dos preços internos até que estes alcancem o novo nível de equilíbrio dos preços. A metáfora utilizada por Friedman para elucidar esta situação é bastante interessante. Ele compara a flexibilidade das taxas de câmbio ao horário de verão. Segundo ele, é mais simples fazer com que todos os relógios se ajustem ao novo horário do que fazer com que cada indivíduo altere seus hábitos em uma hora.

Um outro caso relevante para os regimes cambiais flexíveis, apontado pela literatura, ocorre quando um país é atingido por um choque real advindo do exterior. A idéia básica, que é originária do artigo seminal de Robert Mundell (1963), é que, quando os choques no mercado de bens (como, por exemplo, a queda abrupta da demanda por exportações) são mais freqüentes do que os choques no mercado monetário, as taxas flexíveis são preferíveis às taxas fixas. Como os países emergentes, na sua grande maioria, são exportadores de produtos primários (*commodities*) e altamente endividados no exterior, o que significa, no final das contas, uma grande variabilidade na taxa real de câmbio, eles seriam candidatos que se enquadrariam neste caso, juntamente com outros países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE, ou OECD, em inglês) que possuem uma vasta base de produtos naturais, como Austrália, Canadá e Nova Zelândia, por exemplo.

Por outro lado, como notado por Calvo & Mishkin (2003, p.20), é possível que as economias emergentes tenham maior flexibilidade de preços e salários do que as

economias desenvolvidas, devido a grande proporção que o setor informal representa na economia daqueles países. Se isso for verdade, uma economia emergente com grande flexibilidade de preços e salários se beneficiaria muito pouco de uma flexibilidade adicional proporcionada pela taxa de câmbio flexível.

Uma das poucas objeções contra o caso clássico em favor da flexibilidade foi feita por Hausmann et alli (1999). Eles argumentam que o caso clássico, no caso dos países em desenvolvimento, pode estar certo em teoria, mas errado na prática. Eles mostram, na contramão da sabedoria convencional, que quanto mais variáveis forem os termos de comércio para os países em desenvolvimento, maior a probabilidade de eles adotarem um regime cambial fixo. Os autores levantam duas questões para explicar porque isto é passível de acontecer. Uma questão é que, no caso da América Latina, a preferência revelada dos bancos centrais é fazer o menor uso possível dos movimentos na taxa de câmbio, mesmo depois de ter sido atingida por algum choque real (como choques nos termos de comércio, por exemplo). A prevalência do que eles chamam de indexação *de facto* (como a indexação salarial) e o entendimento de que é pouco provável que a depreciação nominal conduza à depreciação real estão por trás da explicação do por que os bancos centrais são relutantes em utilizar a taxa de câmbio para efeitos contra-cíclicos. Uma outra questão está relacionada ao ‘problema do peso’<sup>24</sup>: como é mais fácil para os governos impedirem uma apreciação repentina do que uma depreciação repentina, movimentos na taxa de câmbio nominal tenderão ser antecipados por mudanças na taxa de juros nominal (já que os agentes vão demandar uma taxa de juros mais elevada por conta do risco de desvalorização), de forma que as taxas reais não caem por conta dos choques adversos. Hausmann et alli (1999) testaram estas duas questões com dados da América Latina e encontraram algum suporte para suas afirmações. A conclusão a que chegam é a seguinte:

[...] a flexibilidade cambial não tem sido um bem muito precioso para a América Latina. Não permitiu nem uma maior independência da política

---

<sup>24</sup> A palavra ‘peso’ refere-se à moeda mexicana. De acordo com Canuto (2002), o ‘problema do peso’ ficou conhecido como o fato de que, em alguns momentos, um evento possível, mesmo quando improvável, capaz de afetar taxas de câmbio ou os preços de qualquer ativo no futuro, pode ser tão discrepante das condições vigentes que sua incorporação nos preços correntes parecerá uma anomalia dos mercados, mesmo sem que o seja. Quando se encerra o período em que poderia ocorrer o evento, caso não venha a se materializar, desaparece sua influência sobre os preços à vista, deixando apenas o rastro estatístico no período anterior.

monetária nem o seu uso como um instrumento estabilizador. Na verdade, o que a flexibilidade cambial produziu foram taxas de juros mais elevadas e menores sistemas financeiros. Além disso, a maior flexibilidade no câmbio fez com que os arranjos salariais indexados ficassem mais presentes e os movimentos dos preços mais inflacionários. Indexação salarial e dolarização *de facto* acabaram afetando a preferência revelada das autoridades monetárias no sentido de não utilizarem a flexibilidade cambial que eles formalmente têm. [...] Se os benefícios da flexibilidade da taxa de câmbio são limitados e os custos muito altos, fixar o câmbio parece ser bastante atraente. (p.18)

### 1.5.2 - A Habilidade de Ter a Política Monetária Doméstica

Uma importante vantagem do regime cambial flexível é que ele permite que o país persiga uma política monetária independente. O argumento por trás da defesa da independência da política monetária, ao invés de uma política monetária restrita, como no caso das taxas fixas, baseia-se no argumento a favor da discricionariedade ao invés de regras. A política monetária pode ser muito útil, ou para evitar a perda, ou para restaurar o nível de emprego quando a economia é atingida por um distúrbio, fazendo com que esta não entre em recessão. Como discutido anteriormente, a combinação de taxas fixas de câmbio com total integração financeira faz com que uma expansão na oferta monetária torne-se ineficiente, já que sempre será desviada para lidar com o balanço de pagamentos. Neste caso, se a economia é atingida por qualquer choque real não terá outra alternativa senão conviver com os efeitos do choque até que os preços internos se ajustem às novas condições. Já no caso do regime flexível, o governo pode combater a recessão através da expansão monetária e da depreciação da moeda. No final das contas, isto pode estimular a demanda por produtos domésticos e fazer com que a economia retorne aos níveis de emprego e produto desejados mais rapidamente do que seria o caso nos regimes de câmbio fixo (Frankel, 2003, p. 11).

Com relação a este ponto, Calvo & Mishkin (2003, pp.14-15) levantam a questão de que, embora um regime flexível abra a possibilidade teórica das autoridades monetárias domésticas perseguirem uma política monetária contra-cíclica, o banco central pode não possuir esta capacidade na prática. De acordo com eles, se as autoridades monetárias têm pouca credibilidade em termos do seu comprometimento com a estabilidade de preços e o nível de emprego, então a política monetária pode ser

ineficiente. Eles argumentam que, para construir credibilidade as instituições monetárias têm que estabelecer compromissos públicos e institucionais críveis com a estabilidade de preços, favorecendo, abertamente, a independência do banco central como a principal forma de alcançar este objetivo.

Paula (2004) oferece uma visão alternativa para o papel da política monetária. Segundo ele, numa perspectiva pós-keynesiana, o principal objetivo da política econômica deve ser a estabilidade macroeconômica, ao invés de focar apenas nas questões monetárias. O primeiro é um conceito mais amplo que o segundo. Para alcançar a estabilidade de preços e o crescimento do produto e do emprego, é desejável e necessário que o governo faça uso de um conjunto de instrumentos de política econômica, ao invés de restringir sua ação ao uso de uma única política. Assim, deve haver uma coordenação entre os diferentes tipos de políticas econômicas (fiscal, monetária, cambial e salarial) como forma de alcançar a estabilidade macroeconômica. Neste caso, é extremamente relevante avaliar o impacto das políticas econômicas como um todo, não isoladamente.

Nesta perspectiva, ‘compromissos institucionais’, como a independência do banco central, podem resultar numa má coordenação das políticas econômicas. Um aumento abrupto da taxa de juros para controlar a inflação, por exemplo, pode provocar não só um aumento nos custos da dívida pública, como também um aumento generalizado no grau de inadimplência nas operações de crédito, fragilizando o sistema bancário como um todo (Paula, 2004, p.4).

### 1.5.3 – Flexibilidade Cambial e Fragilidade Financeira

É indubitável que uma das lições mais importantes que podemos tirar das crises nos mercados emergentes durante os anos noventa é que os fatores financeiros são essenciais na determinação da vulnerabilidade da economia a choques. Todas as crises ocorridas colocaram a questão da escolha dos regimes cambiais no centro da discussão, relegando a discussão sobre transparência, supervisão prudencial, políticas com relação ao fluxo de capitais e sobre a reforma do FMI para uma posição não tão proeminente como anteriormente. A percepção de que existe uma ligação entre fragilidade financeira e

a escolha do regime cambial representa um passo adiante no debate sobre a arquitetura financeira internacional. Como apontado por Eichengreen & Hausmann (1999, p.2), a taxa de câmbio tem uma influência importante no volume do fluxo de capitais e é um determinante chave na resposta da taxa de juros doméstica às condições de crédito globais. Entretanto, a natureza da relação próxima existente entre taxa de câmbio e fragilidade financeira ainda é objeto de disputa nas discussões sobre o tema.

Um ponto que deve ser notado nesta discussão é se existe compatibilidade entre taxas de câmbio flexível e estabilidade financeira. Esta fonte de preocupação baseia-se no fato de que o sistema financeiro pode não funcionar muito bem na presença de mudanças súbitas e imprevisíveis nos preços dos ativos. Se levarmos em conta que a taxa de câmbio é o preço de um dos ativos mais importantes da economia (a moeda doméstica), um regime flexível significa, na prática, que o preço deste ativo pode flutuar livremente. Então podemos interpretar a flexibilidade cambial como um convite para a fragilidade financeira? Vejamos este ponto mais de perto.

Um argumento freqüentemente apresentado como justificativa contra a flexibilidade em países emergentes é a existência do chamado ‘pecado original’ (Eichengreen & Hausmann, 1999; Eichengreen et alli, 2005). De acordo com estes autores, a hipótese do pecado original reflete uma incompletude dos mercados financeiros que impede que a moeda doméstica seja utilizada para tomar empréstimos no exterior ou empréstimos domésticos de longo-prazo, na moeda nacional. Uma vez que um país em desenvolvimento seja economicamente atraente aos investidores, e a sua moeda não possa ser utilizada para empréstimos de longo-prazo, as empresas que necessitarem financiamento de terceiros terão que escolher entre duas alternativas: tomar emprestado em moeda estrangeira ou tomar emprestado a curto-prazo. Se uma firma ou o governo, por exemplo, fizer um empréstimo em dólares para financiar um projeto cuja receita será em moeda doméstica, uma desvalorização nominal suficiente para mudar os preços relativos pode fazer com que haja um aumento imoderado dos custos de carregamento da dívida, podendo gerar uma onda de falências corporativas e, também, uma crise fiscal (Velasco, 2000, p.9). Inversamente, se os projetos de longo-prazo são financiados com empréstimos de curto-prazo em moeda doméstica, os projetos correm o risco de quebrarem por conta de um grande aumento da taxa de juros ou pela não

renovação dos créditos. No final das contas, argumentam Eichengreen e Hausmann (1999, p.11), os investimentos, inevitavelmente vão sofrer de ‘descasamento cambial’ (porque projetos que geram moeda local são financiados com dólares) ou de ‘descasamento de maturidade’ (porque investimentos de longo-prazo são financiados com empréstimos de curto-prazo). Para o propósito deste capítulo, o foco do nosso interesse é voltado para o caso do ‘descasamento cambial’, já que representa grande parte da explicação da relação existente entre flexibilidade cambial e fragilidade financeira.

A existência de maior flexibilidade cambial é freqüentemente apontada como um incentivo para que os tomadores de empréstimos façam *hedge* dos seus débitos denominados em dólares, algo que é pouco provável de se encontrar nos regimes de câmbio fixo que tenha credibilidade. Quando um choque externo atinge uma economia e a depreciação se faz necessária, isto irá acontecer independente do regime cambial que esteja em vigor. A diferença entre um e outro, como afirma Velasco (2000, pp.9-10), é a maneira como o ajustamento ocorrerá. De acordo com ele, no caso dos regimes flexíveis, as mudanças nos preços relativos acontecem de maneira rápida e precisa, enquanto que sob taxas fixas a depreciação vai ocorrendo lentamente, conforme os preços nominais caem. Uma vez que o mercado pode antecipar a depreciação real durante o processo de ajustamento sob taxas fixas, as taxas domésticas crescerão acima das taxas mundiais, e poderão ser ainda mais elevadas se a sustentabilidade do regime for questionada. Quão prejudicial todo esse processo será para o balanço de bancos e corporações irá depender, em grande medida, das circunstâncias específicas de cada país como, entre outras coisas, a solidez dos bancos, a denominação monetária dos ativos e passivos e o grau de proteção (*hedge*) das transações.

#### 1.5.4 - Âncoras Nominais Alternativas para Regimes Cambiais Flexíveis

Uma âncora nominal é um tipo de restrição à flutuação no valor da moeda doméstica. Escolher uma âncora nominal é uma maneira que o banco central tem de convencer o público a baixar suas expectativas de inflação. Desta forma, âncoras nominais ajudam os bancos centrais a afirmar sua intenção resoluta de perseguir uma

baixa taxa de criação de moeda e de inflação, embora tais indicações podem não ser, necessariamente, críveis.

A credibilidade pode ser alcançada quando os governos sinalizam para os agentes, de alguma maneira, que políticas discricionárias estão completamente fora do jogo, enfraquecendo, assim, o problema da inconsistência temporal descrito por Kydland & Prescott (1977), Calvo (1978) e Barro e Gordon (1983), e fazendo com que a estabilidade de preços seja mais provável de ser alcançada no longo-prazo. Nesta literatura, o problema da inconsistência temporal pode acontecer porque existem incentivos para os condutores da política econômica perseguirem objetivos de curto-prazo, mesmo que os resultados não se sustentem no futuro, por conta do comportamento de ‘olhar para o futuro’ (*forward looking*) por parte dos agentes econômicos (Mishkin, 1999a, pp.1-2). Em outras palavras, governos são sempre tentados em colher os ganhos de curto-prazo da expansão monetária sabendo que os efeitos das maiores taxas de inflação ocorrerão somente no longo-prazo, quando, então, os agentes econômicos terão que ajustar para cima suas expectativas de preços e salários para refletir a política expansionista.

Apesar dos resultados positivos que podem ser alcançados quando o uso de âncoras impede o crescimento excessivo da quantidade de moeda e da inflação, não podemos fechar os olhos para as armadilhas que seu uso também pode ocasionar. Como explicitado por Frankel (2003, p.22), o principal argumento contra uma âncora rígida é que a regra estrita impede que a política monetária possa mudar em resposta às necessidades da economia. De acordo com ele, o problema do descasamento entre as restrições da âncora e as necessidades da economia podem tomar 3 formas básicas: i) perda da independência monetária, ii) perda do ajustamento automático a choques de exportação e iii) volatilidade desnecessária. As duas primeiras formas já foram discutidas anteriormente. Com relação à terceira forma, se um país tem sua política monetária firmemente conectada com alguma âncora nominal, flutuações exógenas naquela âncora criarão flutuações gratuitas nas condições monetárias do país que podem não ser positivamente correlacionadas com as necessidades desta economia particular.

Entretanto, abstraindo as armadilhas que o uso de âncoras nominais pode acarretar, é inegável que o uso de âncoras nominais é bastante útil para manter a inflação e as expectativas inflacionárias em níveis baixos. Como já discutido, regimes cambiais

fixos representam um tipo de âncora nominal que os países podem adotar. No passado, tais regimes tomaram a forma de fixar o valor da moeda doméstica a *commodities* como o ouro, uma característica patente do ‘padrão ouro’. Mais recentemente, nos regimes cambiais fixos, a moeda doméstica passou a ser fixada à moeda de países grandes com baixa inflação. As vantagens e problemas causados pelo uso da taxa de câmbio como âncora dos preços já foram discutidos anteriormente na seção 1.4.

Quando um país adota um regime de câmbio flexível, significa que a economia está, na verdade, abrindo mão de uma âncora nominal. Conseqüentemente, o banco central pode fazer uso de âncoras nominais alternativas, como uma forma de estabelecer um compromisso de prescindir da criação excessiva de moeda. Além da fixação da taxa de câmbio, as principais âncoras destacadas pela literatura econômica são as seguintes:

- 1) Metas Monetárias: regimes monetários focam na taxa de crescimento de um dado agregado monetário. Baseia-se na idéia de que, no longo-termo, o crescimento dos preços é afetado pelo crescimento da oferta monetária. A questão central com relação a este tipo de âncora fundamenta-se na escolha de um agregado monetário apropriado para ancorar. Um ponto relevante na escolha do agregado monetário é que deve haver uma forte relação entre a variável objetivo (inflação, por exemplo) e o agregado âncora. Se existir uma relação fraca entre eles, então as metas monetárias não serão efetivas em atingir o objetivo pretendido. Uma vez escolhido, o agregado monetário deve ser bem controlado pelo banco central. De outra maneira, as intenções dos condutores da política econômica não serão claramente sinalizada para o mercado e a âncora pode não ser crível (Mishkin, 1999a, p.13). O Plano Real, no Brasil, fez uso deste tipo de âncora logo no início do plano, mas a abandonou, poucos meses depois, em favor da âncora cambial, já que a meta não serviu de limite efetivo para a emissão monetária (os valores efetivos superaram largamente as metas estabelecidas).
- 2) Metas Inflacionárias: de acordo com Mishkin (1999a, p.18), metas inflacionárias envolvem vários elementos, tais como: 1) anúncio público de metas numéricas para inflação no médio termo; 2) um comprometimento institucional com a

estabilidade de preços como um objetivo primário de longo-prazo da política monetária, alcançando os objetivos das taxas de inflação; 3) uma estratégia inclusiva de informação, com um papel reduzido para as metas intermediárias, como o crescimento da moeda; 4) transparência crescente acerca da estratégia da política monetária através da comunicação com o público e com os mercados sobre os planos e objetivos dos condutores da política monetária; e 5) constante prestação de contas do banco central mostrando os objetivos atingidos. Metas inflacionárias foram adotadas no início dos anos noventa por países como Austrália, Canadá, Finlândia, Nova Zelândia, Espanha, Suíça e Reino Unido<sup>25</sup>. Depois de 1997, algumas economias emergentes importantes seguiram o mesmo caminho: Brasil, Chile, República Tcheca, Israel, Polônia e África do Sul. Dos países do leste asiático que se moveram nesta direção podemos citar Indonésia, Coréia e Filipinas. Mishkin (1999a, p.19) enfatiza que uma vantagem importante do regime de metas inflacionárias reside no fato de que tal regime possibilita que a política monetária possa focar em considerações domésticas e responder a choques da economia doméstica. Porém, como enfatizado por Frankel (2003, p. 23), o regime de metas de inflação pode ter que ser abandonado frente a grandes choques de oferta, tal como o aumento do preço do petróleo para um país importador deste produto. Neste caso, a continuação do regime de metas inflacionárias, ele conclui, implicaria uma recessão severa desnecessária.

- 3) Regime de Política Monetária com uma âncora nominal implícita: este regime envolve o estabelecimento da meta de uma variável nominal adotada pelo banco central somente internamente, sem ser explicitamente anunciada. Um dos pré-requisitos para o bom funcionamento deste regime é a alta credibilidade do banco central, que possibilita as mudanças desejadas na inflação ou nas expectativas inflacionárias de serem alcançadas sem metas explícitas. Os Estados Unidos é o mais notável exemplo deste tipo de regime de política monetária. A estratégia dos EUA toma a forma de uma grande preocupação com o controle da inflação de

---

<sup>25</sup> Análises detalhadas das experiências com metas de inflação podem ser encontradas em Goodhart & Viñals (1994), Leiderman & Svensson (1995), Haldane (1995), Mishkin & Posen (1997), Bernanke, Lauback, Mishkin & Posen (1999), Loayza & Soto (2001).

longo-prazo pelo *Federal Reserve*, sem, contudo, abandonar a preocupação com o nível de desemprego. Além disso, tal estratégia envolve o comportamento de ‘olhar para o futuro’ (*forward looking*), onde existe um cuidadoso monitoramento dos sinais da inflação futura, aliado a periódicas ‘ações preventivas’ da política monetária contra a ameaça de inflação (Mishkin, 1999a, p.27). Apesar do sucesso alcançado nos países que o adotaram, este sistema não é isento de algumas desvantagens. Mishkin (1999a, p.28-29) sublinha que os principais problemas causados por este sistema são: a falta de transparência; a falta de uma âncora nominal explícita e a forte dependência das preferências e da confiabilidade do indivíduo encarregado do banco central.

Cada um dos regimes monetários que descrevemos aqui tem suas vantagens e desvantagens. Não é nossa intenção fazer uma discussão mais profunda sobre estes regimes. Para os propósitos deste capítulo, é suficiente sublinhar as principais características dos regimes de política monetária. Contudo, é evidente que a estratégia que irá funcionar melhor numa economia particular dependerá, em grande medida, das suas instituições políticas, econômicas e culturais, da história pregressa do país e, obviamente, dos objetivos e decisões de política econômica das autoridades monetárias.

## **1.6 - Algumas Evidências Empíricas sobre a Performance dos Regimes**

A escolha dos regimes cambiais e seus impactos sobre as variáveis econômicas é uma questão extremamente controversa na literatura econômica. Alguns autores, como Calvo & Mishkin (2003), são enfáticos ao afirmar que regimes cambiais para economias emergentes não são uma questão crucial com relação à performance econômica. De acordo com eles,

Regimes cambiais parecem ser muito menos importante para o crescimento econômico e para a flutuação do produto do que características institucionais mais profundas relativas à estabilidade fiscal, estabilidade financeira e a credibilidade das instituições monetárias que promovem a estabilidade de preços. (p.16)

Outros estudos, como Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001), apontam para a idéia de que os regimes cambiais são importantes para explicar o crescimento econômico em países em desenvolvimento, mas parecem não ter qualquer impacto significativo para países industrializados. Nesta seção, pretendemos rever três principais tentativas de avaliar a performance dos países de acordo com os regimes cambiais que adotam.

Nossa primeira análise é relativa ao estudo feito por Ghosh et alli (2000), onde eles comparam a performance econômica dos *currency boards*, regimes intermediários, e regimes cambiais flutuantes, usando o sistema de classificação do FMI *de jure*. A parte superior da Tabela 1.4, no final do capítulo, resume os resultados relativos a taxas de crescimento e média da inflação no período 1975-1996. Se nós levarmos em conta todos os países, seus números mostram que os *currency boards* são o regime que tem a taxa de crescimento econômico mais vigorosa no período analisado. As taxas de crescimento médias dos regimes flutuantes e dos regimes intermediários ficaram muito próximas, em torno de 3,2 por cento. Em termos de crescimento econômico *per capita* os resultados são ainda mais favoráveis aos *currency boards*. Já os regimes flutuantes apresentaram um crescimento econômico *per capita* que foi quase o dobro dos regimes intermediários, 1,7 por cento. O *ranking* é muito similar quando consideramos, em termos *per capita*, apenas os países de renda mais baixa. Em termos de inflação, os *currency boards* também exibiram as taxas mais baixas de inflação anual. Ao mesmo tempo, os regimes de flutuação tiveram a taxa de inflação mais alta do período.

Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001) utilizaram sua própria classificação *de facto* (LYS) para avaliar a performance de diferentes tipos de regimes, um exercício similar ao realizado por Ghosh et alli (2000), mas agora usando os regimes cambiais que os países seguem na prática, de acordo com eles. A classificação *de facto* dos regimes cambiais que eles elaboraram é baseada nas técnicas de análise de *clusters*, que agrupa os países de acordo com o comportamento de três variáveis-chave: i) volatilidade da taxa de câmbio, ii) volatilidade das mudanças da taxa de câmbio e iii) volatilidade das reservas<sup>26</sup>. Eles

---

<sup>26</sup> De acordo com os autores, a volatilidade da taxa de câmbio é medida como a média das mudanças percentuais mensais absolutas na taxa de câmbio nominal ao longo do ano; a volatilidade das mudanças da taxa de câmbio é medida como o desvio-padrão das mudanças percentuais na taxa de câmbio, e a volatilidade das reservas é medida como a média das mudanças mensais absolutas nas reservas internacionais denominadas em dólares relativas à base monetária do mês anterior (Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001, p.4). Tais variáveis são computadas em bases anuais.

estão interessados em três categorias de regimes cambiais, quais sejam, flutuante, fixo e intermediário, como mostrado no quadro intermediário da tabela 1.4. Além disso, eles fazem uma comparação entre os resultados obtidos a partir da classificação LYS e a classificação *de jure* elaborada pelo FMI. Pela classificação do FMI, os regimes intermediários possuem a melhor performance. Mas quando eles usam sua própria classificação (LYS), os regimes flutuantes passam a ter melhor performance, enquanto que os regimes intermediários têm o pior desempenho. As performances dos países industrializados, contudo, são bastante similares ao conjunto de todos os países, quando a classificação LYS é utilizada.

A metodologia proposta por Reinhart & Rogoff (2002) categoriza os países que tem taxa de câmbio dual ou múltipla como uma categoria separada. Mas para a taxa de crescimento econômico tal metodologia não parece ser muito importante, já que os resultados que eles acharam são bastante similares. Assim, o ranking estabelecido por eles separando taxas duais e aquelas das categorias do FMI, sem segregação, os leva as mesmas conclusões: os regimes de flexibilidade limitada possuem a mais alta taxa de crescimento enquanto que os de livre flutuação apresentam a pior performance em termos de crescimento econômico. O mesmo padrão é achado quando a taxa média de inflação é analisada: países com flexibilidade limitada apresentam taxas de inflação mais baixas enquanto elas se encontravam num nível muito alto para os países flutuantes.

O que podemos concluir a partir dos exposto é que foram apresentadas três análises e três respostas diferentes. Como vimos, os regimes que têm o mais rápido crescimento econômico são: os regimes intermediários na classificação do FMI; os *currency boards* na classificação de Gosh et alli (2000), e os regimes flutuantes na classificação de Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001). A evidência sugere que a classificação do regime cambial empregada exerce uma grande influência quando levamos em conta a performance do regime. Isto parece indicar que existe um *gap* importante a ser preenchido entre as teorias que estão sendo construídas na literatura econômica e o que está sendo achado na realidade.

## 1.7 – Considerações Finais

Como tivemos a oportunidade de observar ao longo do texto, as estruturas econômicas, institucionais e históricas dos diversos países são bastante diferentes, seja quando confrontamos países desenvolvidos e economias emergentes, seja quando confrontamos os países emergentes entre si. A escolha do regime cambial, obviamente, deve estar em consonância não apenas com as características estruturais presentes numa dada economia, mas também com os objetivos de política macroeconômica que o país deseja atingir.

Contudo, a hipótese do desaparecimento dos regimes intermediários (*‘soft pegs’*) parece ter limitado as escolhas dos países a soluções de canto: a liberalização das transações financeiras, traduzida na livre mobilidade de capitais, adotada pela maior parte dos países emergentes significou, em grande medida, que os países deveriam optar entre a independência da política monetária e a fixação da taxa de câmbio. Na prática, o que se estabeleceu como a ‘nova sabedoria convencional’ era a idéia de que os regimes intermediários estavam fadados ao desaparecimento, já que a mobilidade de capital tornaria estes regimes propícios a crises financeiras.

No entanto, a questão que se coloca é a seguinte: será que ainda é viável adotar regimes cambiais intermediários? Com total abertura dos mercados financeiros, objetivar a independência monetária significa adotar um regime cambial flexível, enquanto que se a taxa de câmbio for fixada, o país deve aceitar a taxa de juros estabelecida no país escolhido como âncora. Porém, a possibilidade de estabelecer restrições no movimento internacional de capitais<sup>27</sup> pode recolocar a perspectiva do país estabelecer, ao mesmo tempo, tanto sua taxa de juros quanto a taxa de câmbio. A China, por exemplo, com pesados controles na conta de capital, foi mais capaz de resistir às crises dos mercados emergentes dos anos noventa do que Hong Kong, apesar deste último possuir políticas macroeconômicas e estruturas políticas mais consistentes que as da China (Frankel, 1999b, p.5). Neste sentido, o controle de capitais pode ser um elemento fundamental na

---

<sup>27</sup> Para uma discussão aprofundada sobre controle de capitais, ver Sicsú & Ferrari-Filho (orgs.) (2006). Ariyoshi et alli (2000) fazem uma discussão mais detalhada sobre as experiências de alguns países com controle de capitais. Williamson (2000), Mussa et alli (2000) e Edwards (2000) também fazem uma discussão sobre controle de capitais e taxa de câmbio.

preservação da liberdade das economias utilizarem as políticas econômicas, principalmente no caso das economias emergentes. Como afirmam Ferrari-Filho & Paula (2006):

[...] a necessidade de se preservarem as autonomias da política fiscal e, principalmente, monetárias dos países emergentes – entendidas como fundamentais para assegurar trajetórias de crescimento econômico sustentável -, no contexto de globalização financeira, tem reforçado os pontos de vista de economistas e *policymakers* de que são necessárias a adoção de um regime cambial para evitar a flutuação excessiva da taxa de câmbio e a implementação de regulamentações sobre os fluxos de capitais. (p.190)

Em síntese, regimes flexíveis, fixos ou intermediários podem ser possíveis se os atributos que viabilizam tais regimes se encontram presentes no país em questão. Arranjos fixos fazem mais sentido em pequenas economias abertas, ou em países que possuem uma grande necessidade de importar estabilidade monetária e financeira. Países grandes, como os Estados Unidos, a União Européia e o Japão, por terem uma maior diversificação do comércio internacional, extraem maiores benefícios do câmbio ao deixarem suas moedas flutuarem. Alguns países que são intermediários em tamanho e abertura podem se beneficiar da maleabilidade e da pouca volatilidade que os regimes intermediários podem oferecer. É importante levar em conta, contudo, que, nas questões econômicas, de maneira geral, e na escolha dos regimes cambiais, de maneira particular, países emergentes enfrentam problemas diferentes daqueles que se apresentam em países desenvolvidos. Teorias como a hipótese bipolar podem ser perigosas à medida que generalizam situações que dependem, em larga medida, de aspectos específicos e particulares de cada economia. Ao se uniformizar estruturas econômicas tão diferentes perde-se a oportunidade de estimular os ambientes econômico e social de maneira mais adequada àquela comunidade, ou oferecer soluções inadequadas para problemas idiossincráticos.

<b>Tabela 1.1 - Todos os países agrupados por regimes cambiais (em 31 de Dezembro de 2005)</b>	
<b>REGIMES CAMBIAIS</b>	<b>PAÍSES</b>
<b>Dolarização/União Monetária (41)</b>	<b>Outra Moeda com curso legal (9):</b> Equador, El Salvador, Kiribati, Ilhas Marshall, Micronésia, Palau, Panamá, San Marino, Timor- Leste
	<b>UMCO - União Monetária do Caribe Oriental (6):</b> Antígua e Barbuda, Dominica, Granada, São Cristóvão e Neves, St. Lucia, St. Vincent e Grenadines
	<b>CFA zona do franco (14): UEMAO (8):</b> Benin, Burkina Faso, Costa do Marfim, Guiné-Bissau, Mali, Nigéria, Senegal, Togo; <b>CEMAC (6):</b> Camarões, República da África Central, Chad, Congo, Guiné Equatorial, Gabão
	<b>Zona do Euro (12):</b> Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Espanha
<b>Currency Board (7)</b>	Bósnia e Herzegovina, Brunei Darussalam, Bulgária, China-Hong Kong, Djibouti, Estónia, Lituânia
<b>Taxas Fixas Ajustáveis (45)</b>	<b>Contra uma moeda única (40):</b> Aruba, Azerbaijão, Bahamas, Bahrain, Barbados, Belarus, Belize, Bhutan, Cabo Verde, China, Comores, Eritrea, Iraque, Jordânia, Kuwait, Letónia, Líbano, Lesoto, Macedónia, Malásia, Maldivas, Malta, Mauritânia, Namíbia, Nepal, An
	<b>Contra uma cesta de moedas (5):</b> Ilhas Fiji, Líbia, Marrocos, Samoa, Vanuatu
<b>Bandas horizontais (6)</b>	Ciprus, Dinamarca, Hungria, Eslováquia, Eslovênia, Tonga
<b>Crawling Peg (5)</b>	Bolívia, Botsuana, Costa Rica, Honduras, Nicarágua
<b>Flutuação Administrada sem Taxas Pré-anunciadas (53)</b>	Afganistão, Argélia, Angola, Argentina, Bangladesh, Burundi, Camboja, Colômbia, Croácia, República Tcheca, Rep. Dominicana, Egito, Etiópia, Gâmbia, Geórgia, Gana, Guatemala, Guiné, Guiana, Haiti, Iêmen, Ilhas Maurício, Índia, Indonésia, Irã, Jamaica, Ka
<b>Flutuação Independente (30)</b>	África do Sul, Albânia, Austrália, Armênia, Brasil, Canadá, Chile, Congo, Estados Unidos, Filipinas, Islândia (Iceland), Israel, Japão, Coreia, Libéria, Madagascar, México, Nova Zelândia, Noruega, Papua-Nova Guiné, Polónia, Somália, Sri Lanca, Suécia, Suí
Fonte: IMF, <i>De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework</i> , 2005.	
Nota: Número em parenteses indica o número de países em cada grupo.	
Notação: CFA = Comunidade Financeira da África; UEMAO = União Económica e Monetária da África Oriental	
CEMAC = Comunidade Económica e Monetária da África Central	

<b>Tabela 1.2 - Países Emergentes<sup>1</sup> Agrupados por Regimes Cambiais (31 de Dezembro, 1991, 1999, 2005)</b>			
	<b>Países<sup>2</sup></b>		
<b>Regimes Cambiais</b>	<b>1991</b>	<b>1999</b>	<b>2005</b>
<b>Dolarização (D)/União Monetária (UM)/Currency Board (CB)</b>	Argentina (CB), Panamá (D) (2) <sup>3</sup>	Argentina (CB), Bulgária (CB), Panamá (D) (3)	Bulgária (CB), Costa do Marfim (D), Equador (D), El Salvador (D), Panamá (D) (5)
<b>Taxas Fixas Ajustáveis</b>	China, Tchecoslováquia, Egito, Hungria, Jordânia, Marrocos, Qatar, Rússia, Tailândia (9)	China, Egito, Jordânia, Malásia, Marrocos, Paquistão, Qatar (7)	China <sup>4</sup> , Jordânia, Malásia, Marrocos, Paquistão, Líbano, Ucrânia, Venezuela (9)
<b>Bandas Horizontais</b>	Índia, Israel, Malásia (3)	Grécia (1)	-
<b>Crawling Peg</b>	Brasil, Equador, Grécia, Indonésia, Polónia, Sri Lanca (6)	Turquia (1)	-
<b>Crawling Band</b>	Chile, Colômbia, México (3)	Hungria, Israel, Polónia, Sri Lanca, Venezuela (5)	Hungria* (1)
<b>Flutuação Administrada sem Taxas Pré-anunciadas</b>	Coréia, Nigéria, Paquistão, Filipinas, África do Sul, Taiwan, Turquia, Venezuela (8)	República Tcheca, Nigéria, Taiwan (3)	Argentina, Colômbia, República Tcheca*, Egito, Índia, Indonésia, Rússia, Taiwan <sup>5</sup> , Tailândia, República Dominicana, Nigéria, Sérvia e Montenegro, Tunísia (13)
<b>Flutuação Independente</b>	Bulgária, Perú (2)	Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Índia, Indonésia, Coréia, México, Perú, Filipinas, Rússia, África do Sul, Tailândia (13)	Brasil, Chile, Israel, Coréia, México, Filipinas, Polónia*, África do Sul, Turquia, Uruguai (10)
<p>Fonte: IMF, <i>Annual Report, 2000</i> apud Fisher (2001) e IMF, <i>De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework</i>, 2005.</p> <p>/1 - As economias que aqui são consideradas emergentes ou estão listadas no índice <i>MSCI (Morgan Stanley Capital International) Emerging Markets</i> e/ou no índice <i>EMBI+ (Emerging Market Bond Indice plus)</i>, como foi proposto por Fischer (2001).</p> <p>/2 - O número de países pode variar cada ano de acordo com a lista fornecida pelas agências de <i>rating</i>.</p> <p>/3 - O número em parenteses indica o número de países em cada grupo.</p> <p>/4 - De acordo com o Departamento do Tesouro americano (USA, Department of the Treasury, May, 2006), em 21 de Julho de 2005, a China abandonou seus oito anos de regime fixo com o dólar, e se moveu para um regime de flutuação administrada. Depois de 5 meses de mudanças no regime, o renminbi (moeda chinesa) havia depreciado 2,6 por cento contra o dólar.</p> <p>/5 - Taiwan não está listado na classificação do FMI. Sua classificação foi obtida a partir do seguinte documento: USA, Department of the Treasury, May, 2005</p> <p>* Os países marcados com asterístico são parte da União Européia.</p>			

## Tabela 1.3

Evolução das Categorias do FMI nos “Arranjos e Restrições Cambiais” para a Classificação Anual dos Regimes Cambiais

### **Volumes 1950-1073**

1. Valores ao par ou taxa central – Valor ao par da taxa central aplicado
2. Outra taxa efetiva, diferente do valor ao par ou taxa central, aplicável para todas ou para a maioria das transações: taxa fixa ou taxa flutuante.

### **Volume 1974** (sem menção aos valores ao par)

1. Taxa de câmbio mantida dentro de margens relativamente estreitas em termos do:  
Dólar Americano, Libra Esterlina, Franco Francês, grupo de moedas e média das taxas de câmbio dos principais parceiros comerciais.
2. Taxa de câmbio não mantida dentro de margens relativamente estreitas.

### **Volumes 1975-1978**

1. Taxa de câmbio mantida dentro de margens relativamente estreitas em termos do:  
Dólar Americano, Libra Esterlina, Franco Francês, Rand Sul Africano ou Peseta Espanhola, grupo de moedas (sob arranjos de intervenção mútua) e composição de moedas.
2. Taxa de câmbio não mantida dentro de margens relativamente estreitas.

### **Volumes 1979-1982**

1. Taxa de câmbio mantida dentro de margens relativamente estreitas em termos do:  
Dólar Americano, Libra Esterlina, Franco Francês, Dólar Australiano, Escudo Português, Rand Sul Africano ou Peseta Espanhola, grupo de moedas (sob arranjos de intervenção mútua), composição de moedas e um conjunto de indicadores.
2. Taxa de câmbio não mantida dentro de margens relativamente estreitas.

### **Volumes 1983-1996**

Taxas de câmbio determinada com base:

1. na fixação: ao Dólar Americano, a Libra Esterlina, ao Franco Francês, em outras moedas e numa composição de moedas
2. na flexibilidade limitada com respeito: a uma única moeda; arranjos cooperativos;
3. arranjos mais flexíveis: ajustados de acordo com um conjunto de indicadores; outras flutuações administradas e,
4. flutuação independente.

### **Volumes 1997-1998**

1. Fixado a: uma única moeda, composto de moedas
2. Flexibilidade limitada
3. Flutuação Administrada
4. Flutuação independente.

### **Volumes 1999-2001**

1. Arranjos cambiais sem separação de moeda de curso legal
2. Arranjos de *Currency Board*
3. Arranjos fixos convencionais
4. Arranjos fixos com bandas horizontais
5. *Crawling peg*
6. *Crawling band*
7. Flutuação Administrada sem taxas pré-anunciadas para a taxa de câmbio
8. Flutuação Independente.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Annual Report on Exchange Restriction*, 1950-1978 e *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, 1970-2001 *apud* Reinhart and Rogoff (2002), p.9.

<b>Tabela 1.4</b>						
<b>Três Estudos Empíricos sobre Taxas de Crescimento e Inflação através dos Regimes Cambiais</b>						
Ghosh, Gulde, & Wolf (2000)	Taxa de Crescimento Média (1975-1996)				Inflação Anual Média (1975-1996)	
	Todos os países		Renda mais baixa		Todos os países	Renda mais baixa
	PIB	<i>Per Capita</i>	PIB	<i>Per Capita</i>		
Flutuante	3,1	1,7	3,6	1,4	43,1	57,1
<i>CurrencyBoard</i>	4,0	3,1	2,9	2,2	5,6	6,2
Regimes Intermediários	3,3	0,9	3,3	0,5	22,3	28,0
Lew-Yeyati & Sturzenegger (2001)	Taxa de Crescimento Média <i>per capita</i>					
	Todos os países		Não-industrial	Industrial		
	FMI	LYS	LYS	LYS		
	Flutuante	1,0	1,9	1,7		
Fixo	1,2	1,5	1,3	2,3		
Intermediário	2,0	1,0	0,9	1,5		
Reinhart & Rogoff (2002)	Taxa de Crescimento Média (per capita) Todos os países (1970-2001)			Average Annual Inflation Rate All Countries (1970-2001)		
	Padrão		Taxas Duais como uma categoria separada	Padrão		Taxas Duais como uma categoria separada
	Livre Flutuação		1,1	173,9		45,5
	Fixo		1,7	38,8		20,7
	Flexibilidade Limitada		2,6	5,3		10,1
Flutuação Administrada		1,5	74,8		29,7	
Fonte: Ghosh, Gulde, & Wolf (2000); Levy-Yeyati & Sturzenegger (2001); Reinhart & Rogoff (2002).						
FMI = Fundo Monetário Internacional						
LYS = Sistema do Lew-Yeyati e Sturzenegger						

### Quadro 1.1

#### Considerações nas Escolhas dos Regimes Cambiais

Tamanho da Economia	Quanto maior for a economia, mais forte é o caso para taxas flexíveis.
Grau de abertura	Quanto mais aberta é a economia, menos atrativa é a taxa de câmbio flexível.
Diversificação da produção/Estrutura de Exportação	Quanto mais diversificada a economia, maiores as possibilidades de utilizar o regime flexível.
Concentração geográfica do comércio	Quanto maior a proporção de comércio de uma dada economia com uma grande economia, maiores são os incentivos para fixar a taxa de câmbio com a moeda daquele país.
Divergência da inflação doméstica com relação à inflação mundial	Quanto maior a divergência da taxa de inflação de um país com relação aos seus principais parceiros comerciais, maiores são as necessidades de ajustes freqüentes na taxa de câmbio. (Mas para um país com alta inflação aguda, uma taxa de câmbio fixa pode prover maior disciplina e credibilidade na política econômica para a implementação de um programa de estabilização econômica).
Grau de desenvolvimento econômico/financeiro	Quanto maior o grau de desenvolvimento econômico e financeiro, maior a possibilidade de um regime de taxas de câmbio flexíveis.
Mobilidade do trabalho	Quanto maior o grau de mobilidade da força de trabalho, quando os salários e preços são inflexíveis para baixo, mais fácil (e menos custoso) é o ajustamento aos choques externos com uma taxa de câmbio fixa.
Mobilidade de Capital	Quanto mais alto for o grau de mobilidade de capital, mais difícil é sustentar um regime de taxas fixas ajustáveis.
Choques nominais estrangeiros	Quanto mais freqüentes são os choques nominais externos, mais desejáveis são os regimes flexíveis.
Choques nominais domésticos	Quanto mais freqüentes são os choques nominais domésticos, mais atraentes são as taxas de câmbio fixas.
Choques Reais	Quanto mais suscetível é uma economia a choques reais, sejam eles domésticos ou estrangeiros, mais vantajosos são os regimes de câmbio flexível.
Credibilidade dos condutores da política econômica	Quanto menor for a credibilidade anti-inflacionária dos condutores da política econômica, maiores são as atratividades dos regimes fixos com uma âncora nominal.

Fonte: IMF, 1997, p.83

## Capítulo 2

### **Uma Interpretação Minskiana para Crises Financeiras em Economias Emergentes: Focando os Casos da Argentina e do Brasil.**

#### **2.1 - Introdução**

Dos desdobramentos que a crise cambial e financeira asiática de 1997 suscitou no campo da teoria econômica, talvez um dos mais significativos tenha sido a grande proliferação de modelos e teorias que tentaram explicar as causas da fragilidade financeira e a dinâmica destas crises em países emergentes. Muitos destes estudos passaram a reconhecer a importância crescente da análise do balanço patrimonial corporativo do setor financeiro e do setor não-financeiro, não apenas como forma de configurar um quadro mais completo para o entendimento da dinâmica destas crises, mas também como referência na antecipação de crises que porventura estejam em gestação [ver, por exemplo, Krugman (1999b), Arestis & Glickman (2002), Paula & Alves (2000), Cruz et alli (2005), Schroeder (2002), Mishkin (2003), Eicheengreen et alli (2005)]. A abordagem do balanço patrimonial centra-se no impacto que determinados distúrbios causam nos ativos, passivos e na riqueza líquida das firmas, do governo e da economia como um todo, bem como sobre o crescimento e a estabilidade (Eichengreen et alli, 2005, p.1). Desta forma, esta abordagem percebe a economia como um sistema de balanços patrimoniais de todos os seus agentes e, diversamente da abordagem tradicional dos *fluxos*, que analisa variáveis como a evolução do produto anual, da conta corrente e dos fluxos de investimento, a presente abordagem analisa o *estoque* de ativos e passivos dos agentes num dado momento<sup>28</sup> (Allen et alli, 2002, p.12).

Na verdade, a abordagem do balanço patrimonial comporta uma grande variedade de visões. Por um lado, podemos identificar determinado tipo de abordagem

---

<sup>28</sup> Obviamente que as duas abordagens são inter-relacionadas, já que a diferença na variável estoque entre duas datas está relacionada ao fluxo desta variável ocorrido ao longo deste período. Na verdade, as mudanças em estoque são uma combinação das adições líquidas do estoque a partir dos fluxos do período precedente, como dito acima, e das mudanças no estoque por conta da variação do valor do estoque de ativos e passivos já existentes (Allen et alli, 2002, p.13).

*convencional* do balanço patrimonial, ligada às teorias do *mainstream*. De acordo com este enfoque, as principais explicações para tais crises estariam relacionadas ao funcionamento do mercado financeiro. Krugman (1999), por exemplo, elabora um modelo onde tenta incluir o papel restritivo que as dificuldades no balanço patrimonial podem trazer para os investimentos dos empresários, e o impacto que a taxa de câmbio real pode ter em tais balanços. Assim como em Chang & Velasco (1998), o modelo de Krugman tenta explicar as crises cambiais como um subproduto da corrida bancária, onde a crise de confiança força os intermediários financeiros a liquidar seus investimentos prematuramente (Krugman, 1999, p.460). O modelo, contudo, apesar de também ser caracterizado por equilíbrios múltiplos, no qual a perda de confiança pode levar ao colapso financeiro, tornando-se, assim, uma profecia auto-realizável, apresenta um mecanismo de colapso diferente de Chang & Velasco (1998): ao invés de criar perdas através da liquidação prematura de ativos físicos, a perda de confiança leva ao problema da transferência, ou seja, uma reversão na conta-corrente (CC). Assim, o país deve experimentar uma grande depreciação cambial para tentar equilibrar a CC, o que, por sua vez, piora o balanço patrimonial das firmas domésticas, validando a perda de confiança (Krugman, 1999, p.464). De maneira geral, modelos dessa natureza apontam para o fato de que uma “depreciação esperada leva a uma corrida monetária e ao colapso do câmbio. Em consequência, uma forte depreciação real deteriora o balanço patrimonial do setor privado (e também sua habilidade de ter acesso a empréstimos), o que acaba validando, posteriormente, a perda de confiança e a crise cambial” (Allen et alli, 2002, p.11).

Mishkin (1996, 2003) também aponta a existência de falhas de mercado como principal explicação para a ocorrência de crises financeiras. Mais especificamente, o autor atribui papel central na existência de assimetrias de informações, que pode levar a problemas como seleção adversa e risco moral<sup>29</sup>. Neste sentido, uma crise financeira seria

---

<sup>29</sup> Mishkin (1996, 2003) define seleção adversa como um tipo de assimetria de informação que ocorre antes da efetivação da transação (*ex-ante*), quando os tomadores de empréstimos mais arriscados são aqueles que procuram mais avidamente por um empréstimo. Conseqüentemente, como a probabilidade dos financiadores emprestarem para indivíduos mais arriscados aumenta, eles podem passar a racionar o crédito no mercado, sem fazer distinção entre maus e bons pagadores. Já o risco moral, que ocorre depois que a transação já aconteceu (*ex-post*), seria causado, basicamente, por conta dos incentivos que o tomador tem em investir em projetos com elevado risco. Isto aconteceria porque se o projeto for bem-sucedido, o tomador é que será o beneficiário, e caso o projeto fracasse o emprestador é que arca com a maior parte dos prejuízos.

causada por uma descontinuidade nos mercados financeiros em que a seleção adversa e o risco moral se tornam muito piores, de forma que os mercados financeiros tornam-se incapazes de canalizar eficientemente fundos para aqueles que tem as oportunidades de investimentos mais produtivas (Mishkin, 2003, p. 95). O autor identifica ainda que o agravamento da assimetria de informações pode ser causado por fatores como a deterioração do balanço patrimonial dos setores financeiros e não-financeiros, o aumento da taxa de juros e aumento da incerteza. A dinâmica da crise financeira ocorreria em diversos estágios, sendo que o estágio inicial seria aquele em que a deterioração dos balanços patrimoniais dos setores financeiros e não-financeiros detonaria um segundo estágio, que seria a crise cambial. A partir daí, a deterioração do balanço patrimonial se aprofundaria, agora como resultado da crise cambial, evidenciando, assim, um terceiro estágio, onde a crise financeira já estaria plenamente caracterizada, com todos os seus efeitos danosos na economia. As principais medidas apontadas pelo autor para lidar com tais crises estariam, em sua grande maioria, restritas ao âmbito doméstico. Especial ênfase, nesta perspectiva, é dada ao aperfeiçoamento das instituições de supervisão e regulação nas economias emergentes, de forma a assegurar uma maior transparência e um monitoramento apropriado da carteira dos bancos, melhorando a agilidade e a qualidade das informações (Nissanke & Stein, 2003, p.8).

Ainda seguindo a análise *convencional* do balanço patrimonial, Eichengreen, Hausmann e Panizza, a partir de uma série de estudos<sup>30</sup>, introduziram a discussão de que os países emergentes sofreriam de um problema estrutural de acesso ao mercado de capitais, já que apresentam grande dificuldade de captar empréstimos estrangeiros na sua própria moeda doméstica. Tal dificuldade é denominada por eles de ‘pecado original’, uma metáfora que tenta capturar a idéia de uma fragilidade inata, que não deve ser atribuída ao comportamento pregresso do país, mas que limita as possibilidades econômicas dos países em desenvolvimento de prosperarem por seus próprios méritos (Goldstein & Turner, 2004, p. 5). Conseqüentemente, países com ‘pecado original’, com dívidas líquidas denominadas em moeda estrangeira - como seria o caso dos países emergentes - terão descasamento cambial nos seus balanços patrimoniais nacionais

---

<sup>30</sup> Ver, por exemplo, Eicheengreen et alli (2002, 2005); Eicheengreen & Hausmann (1999), Hausmann & Panizza (2003).

(Eichengreen et alli, 2002). Neste caso, uma depreciação cambial, ao reduzir o poder de compra do produto doméstico frente às obrigações estrangeiras, irá tornar mais difícil o pagamento da dívida, fazendo com que os financiadores estrangeiros se tornem menos propensos a realizar novos empréstimos e acentuando a natureza pró-cíclica dos fluxos de capitais (Eichengreen et alli, 2005, pp.3-4).

A abordagem *alternativa* do balanço patrimonial estende a Hipótese da Instabilidade Financeira de Minsky sobre crises financeiras para economias abertas, especialmente para o caso das economias emergentes. Os estudos que seguem essa linha de pesquisa pretendem demonstrar o caráter endógeno das crises financeiras, buscando um entendimento mais profundo do funcionamento destas crises a partir da interação dinâmica entre os fatores reais e financeiros no processo econômico [Onaran (2006); Cozzi & Toporowski (2006); Arestis & Glickman (2002); Schroeder (2002)]. Nesta abordagem, a principal idéia é que a liberalização financeira introduz fatores adicionais de instabilidade, fazendo com que flutuações na taxa de câmbio e aumentos na taxa de juros, por exemplo, colaborem para aumentar a fragilidade financeira dos balanços patrimoniais em economias integradas financeiramente.

A partir das categorias postas pela abordagem alternativa acima referida, o presente capítulo pretende analisar as crises cambiais no Brasil (1999/2002) e na Argentina (2002) contextualizadas pelo processo de liberalização financeira que tomou lugar nestes países a partir do início dos anos 1990. Partimos da hipótese de que a liberalização financeira intensifica a instabilidade do sistema financeiro, pressionando ainda mais a estrutura financeira. No entanto, a liberalização financeira não foi homogênea entre as economias que a adotaram. Nas economias emergentes, o grau de abertura alcançado e o ritmo em que se processou foi bastante diferenciado. Entre Brasil e Argentina, do mesmo modo, as diferenças entre um processo e outro são marcantes. Neste sentido, relacionado à hipótese acima, assumimos também que diferentes graus de abertura expõem as economias a diferentes níveis de fragilidade financeira. Mais especificamente, acreditamos que quanto maior a profundidade da liberalização financeira, maior a vulnerabilidade externa da economia e, portanto, maior a propensão da economia à crises.

Utilizando o marco teórico proposto por Minsky para a análise endógena de crises financeiras em economias fechadas, estendemos a investigação para economias abertas, financeiramente liberalizadas, tendo como foco principal as economias emergentes. Isto posto, dividimos o capítulo de forma que na seção 2.2 discutiremos a Hipótese da Fragilidade Financeira, proposta por Minsky, e estendemos esta hipótese para economias abertas, financeiramente liberalizadas; na seção 2.3, fazemos um estudo de caso sobre a liberalização financeira na Argentina e no Brasil na década de 1990, tentando chamar a atenção para as peculiaridades de cada caso no decorrer do processo de abertura e no grau de abertura resultante; na seção 2.4 fazemos uma análise comparativa dos principais indicadores de fragilidade financeira ao longo do período que culminou com a crise do Brasil (1999/2002) e da Argentina (2002); e, por fim, tecemos alguns comentários finais na última seção.

## **2.2 - Fragilidade Financeira e Crises Financeiras**

Nesta seção discutiremos a Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky para economias fechadas e, em seguida, ampliaremos tal hipótese para o caso de uma economia financeiramente integrada ao fluxo internacional de capitais.

### **2.2.1 – Fragilidade e Crise Financeira numa Economia Fechada**

A idéia central que se encontra por trás da Hipótese de Instabilidade Financeira de Minsky tem a ver com a tese de que as forças capazes de produzir a fragilidade financeira numa economia capitalista desenvolvida e fechada são construídas a partir do próprio funcionamento deste sistema, sendo, portanto, endógenas. De acordo com Minsky (1995, p.198), nas economias capitalistas, uma mudança do estado de robustez financeira para o de fragilidade financeira acontece ao longo de períodos em que, no agregado, não ocorrem problemas financeiros. Contudo, os períodos de prosperidade econômica acabam fazendo com que o comportamento dos empresários, banqueiros (financiadores) e famílias seja cada vez mais caracterizado pela contínua perda da aversão ao risco. A principal consequência deste comportamento é uma mudança na composição dos

*portfólios* dos agentes. Ao longo dos períodos de prosperidade, as estruturas do passivo das empresas e firmas vão mudando, de forma que proporções cada vez maiores do fluxo de caixa bruto (rendas) já estão previamente comprometidas para o pagamento das obrigações assumidas no passivo. No final das contas, a evolução das estruturas do passivo das firmas e famílias durante os tempos de prosperidade aumenta a exposição dos ativos dos intermediários financeiros. Minsky (1995, p.198) afirma ainda que a conseqüente deterioração dos ativos das instituições financeiras, além de diminuir o fluxo de caixa, também leva ao aumento da aversão a risco destas instituições. O resultado é uma redução dos gastos em consumo e do investimento via financiamento, o que, por sua vez, leva à redução dos fluxos de lucros e salários disponíveis para o cumprimento dos contratos em aberto.

A proposta de Minsky de desenvolver uma abordagem baseada no balanço patrimonial que estabeleça uma relação interativa entre o setor financeiro e não-financeiro derivou, em grande medida, dos conceitos de risco e incerteza de Keynes<sup>31</sup> e da visão de Schumpeter sobre finanças<sup>32</sup> (Cozzi & Toporowski, 2006, pp.5-6). É, então, a partir destes conceitos, que a análise de Minsky demonstra que a fragilidade financeira é um atributo do sistema financeiro, já que “as economias capitalistas desenvolvidas

---

<sup>31</sup> O entendimento da incerteza e risco em Keynes se origina de um explícito reconhecimento de que as transações financeiras são baseadas em compromissos contratuais intertemporais a partir das expectativas dos agentes que, por sua vez, estão sujeitas a contínuas volatilidades e revisões ao longo do tempo, conforme ocorram mudanças imprevistas (Nissanke & Stein, 2003, p.9). Tal subjetividade e volatilidade das expectativas são um elemento chave no conceito keynesiano de incerteza e risco, já que estes são atributos do mundo real das transações que fazem com que os preços dos ativos financeiros sejam mais voláteis (Nissanke & Stein, 2003, p.9). Neste sentido, Minsky (1996, p.2) aponta para o fato de que o investimento em variação de estoques e ativos duráveis de capital no capitalismo requer o financiamento de bancos ou outras instituições financeiras. Tal necessidade de financiamento externo impõe um processo de negociação entre banqueiros e empresários no processo de investimento. Isto força os agentes a reconhecerem que a ignorância e a conjectura entram na decisão de criar e financiar os ativos de capital, cujo valor, uma vez que eles estejam em funcionamento, depende da visão dos mercados da perspectiva de retorno de tais ativos num horizonte longo de tempo.

<sup>32</sup> De acordo com Nissanke & Stein (2003, p.9), as finanças, para Schumpeter, são a força motora que permitem as firmas se apropriarem dos recursos necessários para introduzir inovações tecnológicas, já que, antes mesmo do nascimento dos modelos de crescimento endógeno, ele viu a inovação baseada na agregação de conhecimento como um mecanismo de desenvolvimento econômico. Entretanto, inovações tecnológicas têm que ser financiadas através da emissão de passivos financeiros que só poderão ser honrados caso tais inovações sejam bem-sucedidas. Como conseqüência, transações financeiras envolvem, elevado risco e incerteza, criando, assim, uma instabilidade sistêmica. A ligação direta entre finanças e produção envolve, por natureza, uma instabilidade dinâmica, porém destrutiva, que se manifesta numa flutuação contínua das atividades econômicas, podendo ser acompanhada de desemprego, falências e transformações estruturais (Nissanke & Stein, 2003, p.9).

operam num mundo de condições macroeconômicas altamente voláteis, sujeitas a constantes revisões das expectativas dos agentes” (Nissanke & Stein, p.10). Neste sentido, o grau de robustez-fragilidade do sistema financeiro fica dependente das várias combinações de posturas financeiras *hedge*, *Ponzi* e *especulativa* na economia<sup>33</sup>; da extensão pela qual os investimentos são financiados por títulos da dívida; e das várias combinações de renda, custo de carregamento e liquidez dos ativos que compõem os *portfólios* (Nissanke & Stein, p.10).

É importante ressaltar que o caráter endógeno da crise financeira está relacionado com a evolução das expectativas ao longo do ciclo de negócios, fazendo com que, concomitantemente, a estrutura do balanço patrimonial das unidades evolua, nas fases características deste ciclo, de uma situação de robustez financeira para uma outra de fragilidade financeira. O ciclo econômico pode apresentar um longo período sem dificuldades financeiras relevantes. Na parte inicial do ciclo de negócios, em que a economia apresenta um regime médio de crescimento, a maioria das firmas é caracterizada como *hedge* (Cruz et alli, 2005, p.703). Conforme o otimismo passa a permear a formação das expectativas, os agentes passam a tomar posições no balanço patrimonial sucessivamente mais arriscadas, aceitando obrigações do passivo mais curtas que a renda gerada pelos ativos. Em conseqüência, conforme a proporção de agentes *hedge* se reduz frente ao incremento de agentes especulativo e Ponzi, a estrutura econômica se direciona para uma situação de maior fragilidade (Cozzi & Toporowski, p.

---

<sup>33</sup> A postura '*hedge*' refere-se aos investidores que somente aceitam obrigações com maturidades compatíveis com aquelas dos ativos que estão sendo adquiridos (Carvalho, 1992, p.153). São unidades que adotam atitudes financeiramente conservadoras, ou seja, adotam margens seguras entre lucros e compromissos financeiros suficientes para assegurar que, nos períodos futuros, os lucros irão exceder as despesas com o pagamento de juros e amortizações, de forma que um aumento da taxa de juros não colocará em risco a habilidade destas unidades de honrar seus compromissos de pagamento (Paula & Alves, 2000, p.8). A postura *especulativa* ocorre quando a maturidade das obrigações do investidor é mais curta que a dos seus ativos. Neste caso, a renda gerada pelos ativos não será suficiente para liquidar as dívidas contratuais nas datas acordadas, e uma parte da dívida terá que ser rolada (Carvalho, 1992, p.154). Este é o caso em que a firma obtém financiamento para a compra de um ativo, esperando que, no futuro, poderá ou rolar a dívida ou transformá-lo num fundo (Carvalho, 1992, p.154). Tais unidades são especulativas no sentido de que já sabem de antemão que terão que recorrer a novos financiamentos para cumprir seus contratos financeiros, caracterizando assim, uma típica postura financeira das economias em estado de euforia (Paula & Alves, 2000, p. 8). Já no caso da postura *Ponzi*, o fluxo de caixa não é suficiente para realizar os pagamentos de juros da dívida nem todos os pagamentos decorrentes dos vencimentos das obrigações. Tais unidades não somente têm que refinarciar ou rolar a dívida, mas também têm que pegar novos fundos emprestados para pagar os juros dos empréstimos (Minsky, 1995, p.200). Para este tipo de agente permanecer solvente é necessário que a renda esperada dos ativos sejam suficientes para compensar a dívida crescente (Carvalho, 1992, p. 154)

7). O aumento da fragilidade financeira ocorre quando a economia atinge um regime de elevado crescimento, sendo este um momento em que um choque exógeno pode ser o detonador da crise (Cruz et alli, 2005, p.703).

A deterioração do vínculo entre o setor não-financeiro e o financeiro começa a se manifestar quando o fluxo de caixa dos intermediários financeiros começa a cair por conta do não pagamento dos empréstimos concedidos por estas instituições. Como dito anteriormente, o conseqüente aumento da aversão ao risco das instituições financeiras causados por tal situação se reflete numa redução da oferta de financiamentos, tanto para consumo quanto para investimento. Com a queda do investimento, também caem os lucros, diminuindo ainda mais o fluxo de caixa das firmas e aumentando a proporção do serviço da dívida pago a partir deste fluxo de caixa (Schroeder, 2002, p.10). A situação de liquidez e os termos sobre os quais os financiamentos são feitos se tornam ainda piores por conta do subsequente aumento da taxa de juros, já que a queda na oferta de fundos e o aumento da demanda por estes mesmos fundos acabam levando a esta conjuntura. Em última instância, as firmas podem recorrer à venda dos seus ativos para adquirir recursos para o pagamento das dívidas, o que faz com que os preços dos ativos e das ações caiam e o consumo e o investimento mantenham o processo de queda, piorando ainda mais os problemas de fluxo de caixa das firmas e bancos (Schroeder, 2002, p.10).

### 2.2.2 – O Caso da Economia Aberta: O Papel da Liberalização Financeira.

Como afirmamos anteriormente, muitos estudos procuraram ampliar a Hipótese de Instabilidade Financeira para economias integradas financeiramente aos mercados globais<sup>34</sup>, notadamente, economias emergentes. De acordo com Onaran (2006, p. 6), a liberalização financeira e o influxo de grande quantidade de capitais estrangeiros geram um padrão de fragilidade, de dependência do financiamento estrangeiro e um padrão de crescimento especulativo. No caso da economia aberta, a liberalização financeira é um dos principais determinantes da transição de uma economia emergente da estabilidade para a fragilidade e crise (Cozzi & Toporowski, 2006, p.8). Arestis & Glickman (2002, p.

---

<sup>34</sup> Como já citamos, dentre os estudos podemos destacar Cozzi & Toporowski (2006); Arestis & Glickman (2002); Schroeder (2002)].

244) apontam para o fato de que a liberalização financeira faz com que a economia doméstica siga em direção a um processo crescente de inovação financeira, já que ‘quebra’ regras e convenções que antes governavam as relações entre os bancos e destes com os clientes. Isto acelera o processo pelo qual as dívidas do setor financeiro e não-financeiro crescem, aumentando a fragilidade financeira e antecipando a possibilidade de ocorrência de crises bancárias e financeiras<sup>35</sup> (*ibid*, p. 245). Além disso, Arestis & Glickman (2002, p.245) não hesitam em afirmar que o seqüenciamento da liberalização financeira (como recomendado pela ortodoxia, representada, em grande medida, pelo *staff* do FMI) , apenas estende um véu de ilusão sobre as atitudes nos negócios, já que enfraquece os constrangimentos contra a especulação e reforça a tendência em direção à euforia, que Minsky postulava como a principal fonte de fragilidade.

Algumas considerações, contudo, merecem ser tecidas acerca da ampliação do modelo original do Minsky para economia aberta. Em primeiro lugar, a classificação das unidades financeiras pode se tornar problemática à medida que uma unidade pode ser *hedge* ou Ponzi, ao mesmo tempo, de acordo com o ponto de vista que se tome, se interno ou externo. Se uma firma, por exemplo, resolve empreender um projeto de longo-termo emitindo dívidas em moeda estrangeira, pode-se dizer que ela é uma unidade *hedge*, no sentido que espera poder honrar os seus compromissos adequadamente. Mas pode ser classificada como uma unidade especulativa, ou mesmo Ponzi, se além das vulnerabilidades domésticas ela também estiver vulnerável às condições financeiras internacionais. Além disso, unidades que fazem empréstimos de curto-termo em moeda estrangeira para financiar ativos de longo-termo não só precisariam rolar a dívida continuamente, como estariam vulneráveis a mudanças na taxa de juros e nos movimentos da taxa de câmbio (Arestis & Glickman, 2002, p.242). É o que Arestis & Glickman (2002, p. 242) chamam de unidade financeira *superespeculativa*. Agentes *superespeculativos* poderiam predominar num ambiente de desregulação financeira (Cruz et alli, 2005, p.704). Conseqüentemente, na economia aberta, o grau de fragilidade financeira da economia passa a não ser tão evidente como numa economia fechada.

---

<sup>35</sup> Kregel (1998) também acredita que economias abertas (desenvolvidas ou em desenvolvimento) ficam vulneráveis a crises muito mais cedo, no ciclo de negócios, do que sugere o modelo de Minsky para economias fechadas.

Uma outra questão que deve ser levada em consideração diz respeito ao impacto que o fluxo de capitais passa a desempenhar numa economia com livre mobilidade de capitais. Se a economia doméstica experimenta o início de um ciclo de otimismo, com a predominância de unidades *hedge*, os lucros aumentam relativamente aos custos e as avaliações de risco se tornam cada vez mais otimistas (Arestis & Glickman, p. 242). Na ausência de controle de capitais, a economia doméstica se torna um lugar atrativo para os investidores internacionais, e “se as taxas de curto-termo estão mais baixas nos mercados financeiros centrais, os fundos líquidos se converterão em moeda doméstica; os bancos locais irão experimentar um aumento nos depósitos e estarão aptos para expandir seus próprios empréstimos internacionais; e os preços dos ativos financeiros domésticos tenderão a subir” (*ibid*, 2002, p.242). O aumento do preço dos ativos atrairá um influxo ainda maior de capitais. A estabilidade de variáveis-chave na economia, como a taxa de juros e a taxa de câmbio, passa, então, a depender dos fluxos financeiros que se estabelecem entre a economia doméstica e o resto do mundo. Uma redução súbita da entrada de capitais, por exemplo, pode ter um impacto negativo na taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que faz com a taxa de juros doméstica aumente. Nesta perspectiva, a evolução do ciclo de negócios da economia passa a refletir as ondas dos fluxos de capital, fazendo com que o regime de crescimento que a economia esteja operando (elevado ou médio, por exemplo) possa mudar drasticamente (Cruz et alli, p. 704).

A liberalização financeira cria, então, para economia doméstica, um estado de fragilidade financeira global, fazendo com que a economia fique “propensa a (i) crises de origem doméstica, mas com impactos na situação externa da economia...(ii) crises de origem externa, com impactos na situação doméstica e (iii) intensificação das crises por conta da interação entre (i) e (ii)” (Arestis & Glickman, p. 243).

No caso (i), o processo se inicia a partir dos fatores *minskianos* clássicos. Alguma variável que aumente o custo de produção da indústria, por exemplo, como um aumento na taxa de juros, ou um aumento salarial acima dos níveis de produtividade, provoca uma reversão no valor presente dos retornos realizados e esperados. Uma queda no valor esperado do fluxo de caixa corrente pode gerar um aumento da inadimplência, com conseqüências por toda a economia, já que unidades *superespeculativas* e *Ponzi* encontrarão dificuldades de rolar suas dívidas (Cruz et alli, 2005, p.705). Mesmo os

agentes *hedge* (no sentido de que não possuem descasamento de maturidade nos seus balanços patrimoniais) podem acabar se tornando agentes especulativos por conta do descasamento cambial existente entre o ativo, que gera recursos em moeda doméstica, e o passivo, denominado em moeda estrangeira. Os agentes financeiramente mais fragilizados tentarão diversificar seus ativos, buscando posições baseadas em ativos denominados em moeda estrangeira. Mesmo agentes que aparentemente não tenham problemas financeiros, podem agir por antecipação, resultando num comportamento semelhante aos agentes financeiramente frágeis em busca de ativos estrangeiros. A moeda doméstica passa a ser vendida sistematicamente, detonando, então, uma crise cambial (Arestis & Glickman, 2002, p. 243). A desvalorização tem, então, um efeito negativo sobre o balanço patrimonial das firmas, fazendo com que suas dívidas aumentem ainda mais. No final das contas, a crise pode acabar contagiando os mercados financeiros de outros países, transbordando a fronteira doméstica.

No caso da crise ter origem no resto do mundo e afetar a economia doméstica, caso (ii), tal ocorrência não pode ser desvinculada da liberalização financeira em curso na economia, já que a economia passa a ser vista como uma unidade econômica em relação ao valor externo da sua moeda. Por um lado, os residentes agora possuem dívidas acumuladas com não-residentes denominadas em moeda estrangeira. Por outro lado, a situação da economia fica dependente da situação das reservas acumuladas no banco central, tendo em vista que a situação da economia será tanto mais confortável quanto maior for a relação do nível de reservas internacionais com a dívida externa. Enquanto as reservas forem suficientes, de forma a dar conta das dívidas contraídas, a economia pode ser considerada uma unidade *hedge*. Contudo, ‘conforme o processo endógeno aumenta os passivos estrangeiros, especialmente aqueles de curto-termo..., a dívida sobre reservas cresce, tornando cada vez mais duvidosa a capacidade das autoridades monetárias de tomar medidas que possam proteger a taxa de câmbio’ (Arestis & Glickman, 2002, p. 244). A economia passa, então, a estar vulnerável a ataques especulativos, já que, perante o resto do mundo, a economia pode ser caracterizada, agora, como uma unidade especulativa, Ponzi ou mesmo *superespeculativa*.

Uma outra forma de visualizar as idéias desenvolvidas até aqui nos é fornecida pela corrente pós-keynesiana, que centra sua análise nas motivações especulativas que

levam os agentes a fazerem diferentes composições de carteiras de ativos. Sicsú (2007a), por exemplo, faz uma adaptação para uma economia pequena e financeiramente integrada do modelo monetário/financeiro apresentado por Keynes nos capítulos 15 e 17 da *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. O autor parte da hipótese de que a demanda por liquidez nestas economias é realizada pelo que ele chama de *global players* (residentes e não-residentes), que são agentes capazes de movimentar recursos para dentro e para fora da economia doméstica.

De acordo com o autor, *global players* compõem suas carteiras com quatro ativos adquiridos no mercado internacional e em economias pequenas e financeiramente abertas: (i) títulos sem risco de default; (ii) dólares; (iii) moeda doméstica; e (iv) títulos domésticos (com risco de default). A moeda doméstica para estes agentes é apenas uma maneira de adquirir títulos domésticos, já que o marco institucional da maioria dos países somente negocia tais ativos em moeda local. A motivação para que dólares sejam demandados está no fato de que este ativo, além de ser livre de risco, viabiliza a aquisição de títulos livres de risco que possuem rentabilidade, como os Títulos do Tesouro americano, por exemplo. Assim, as variáveis que influenciam as decisões dos agentes na composição de suas carteiras são: o diferencial dos juros doméstico e internacional, a expectativa cambial e risco de default. O quadro 2.1 resume o risco, a rentabilidade e o retorno total esperado dos quatro ativos analisados.

### Quadro 2.1

#### Risco, Rentabilidade e Retorno Total Esperado de Ativos

Ativos	Rentabilidade (q)	Risco (r)	Retorno Total Esperado (RTE = q - r)
1) Moeda doméstica	Nula	Positivo [ $d = E^c - E$ ]/E]	$RTE_{MD} = 0 - d$
2) Título doméstico	Positiva [+ +]	Positivo [ $\beta$ ]	$RTE_{TD} = i - \beta$
3) Dólar	Nula	Nulo	$RTE_D = 0 - 0$
4) Título livre de risco	Positiva [+]	Nulo	$RTE_{LR} = i^* - 0$

Fonte: Sicsú (2007a, p.31-2)

Nota: O sinal ++ indica que a rentabilidade dos títulos doméstico é maior que a rentabilidade dos títulos livres de risco, que apresenta o sinal +.

Dados o risco de *default* e a expectativa cambial, o diferencial entre os juros doméstico e internacional tem que ser rentável o suficiente para atrair capitais. Neste caso, o diferencial de juros indicará o sentido do movimento dos capitais com relação à economia doméstica.

A influência da *expectativa cambial* na composição da carteira dos investidores existe por conta da necessidade de adquirir moeda doméstica para, então, obter títulos domésticos, já que o rendimento da moeda doméstica é nulo. Contudo, o risco cambial se expressa no momento da reversão dos títulos domésticos em moeda doméstica e, novamente, em moeda estrangeira. Durante o tempo de permanência do capital no país a taxa de câmbio pode se desvalorizar, impondo um custo de transação para aqueles que desejam obter liquidez máxima, ou risco zero, em um ambiente financeiramente globalizado (*ibid*, p.31). Desta forma, a fórmula da expectativa cambial expressa no quadro acima reflete a diferença da taxa de câmbio no momento da entrada (E) e a taxa de câmbio no momento da saída ( $E^e$ ). A mesma lógica é válida para residentes que desejam adquirir títulos livres de risco.

Por fim, o risco de carregamento do título doméstico ( $\beta$ ) representa “uma medida do grau de risco de um emprestador devido a uma *performance* por parte do emissor que pode reduzir o preço do título” (Sicsú, 2007, p.32).

Uma vez especificada as variáveis que influenciam a composição das carteiras dos investidores, o Retorno Total Esperado de um ativo pode ser representado pelo retorno deste ativo menos o risco que tal ativo oferece. Assim, sendo  $i^*$  a taxa de juros que remunera os títulos livres de risco;  $i$ , a taxa de juros que remunera títulos domésticos;  $[d = E^e - E]/E$ , o risco de carregamento da moeda doméstica;  $\beta$ , o risco de carregamento de títulos domésticos, obtemos, na última coluna do quadro 1, o Retorno Total Esperado de cada um dos ativos analisados.

Em equilíbrio, todos os ativos oferecem o mesmo Rendimento Total Esperado, de forma que  $RTE_{MD} = RTE_{TD} = RTE_D = RTE_{LR}$ . Contudo, duas situações de desequilíbrio entre os retornos merecem atenção: o caso em que o  $RTE_{TD} > RTE_{LR}$  e o caso oposto, em que o  $RTE_{TD} < RTE_{LR}$ .

No primeiro caso, a elevada rentabilidade dos títulos domésticos mais que compensam a segurança total e a rentabilidade oferecida pelos títulos livres de risco, notadamente, títulos “americanos”. Neste caso, o diferencial entre a taxa de juros doméstica e a internacional deve compensar o risco atribuído ao carregamento de títulos domésticos somado à desvalorização cambial esperada. Em outras palavras, a “rentabilidade (diferencial de juros) deve ser um prêmio capaz de fazer o agente ceder sua preferência por reter ativos mais líquidos em uma economia financeiramente globalizada” (Sicsú, 2007, p.32). A inequação a seguir nos ajudar a expressar essa idéia mais claramente:

$$i - i^* > [E^e - E]/E + \beta$$

Esta situação pode ser identificada como aquela em que existe uma entrada líquida de dólares para financiar a economia. Assim como em Minsky, neste momento as expectativas dos agentes são otimistas, de forma que tanto a expectativa de desvalorização cambial quanto o risco de *default* são baixos o suficiente para compensar o diferencial de juros.

No entanto, conforme a economia transita ao longo do ciclo de negócios e a formação das expectativas se deteriora, é possível que o retorno total esperado dos ativos livre de risco passe a ser maior que os do ativo doméstico ( $RTE_{LR} > RTE_{TD}$ ), fazendo com que haja venda de ativos domésticos (títulos e moeda) e compra de dólares e títulos livres de risco, como é expresso na inequação a seguir:

$$[E^e - E]/E + \beta > i - i^*$$

Esta situação pode ser identificada como aquela em que haverá fuga de capitais e depreciação cambial, caso o banco central não tenha reservas suficientes para ofertar. Para que se configure esta situação, no entanto, uma das opções a seguir ou uma combinação delas deve ter ocorrido: i) houve uma elevação das expectativas de desvalorização cambial; ii) houve aumento do risco de *default*; iii) houve redução na taxa de juros doméstica; iv) houve elevação da taxa de juros internacional.

Sicsú (2007, p.35) destaca que os eventos (i) e (ii) representam um aumento da preferência pela liquidez dos *global players* que somente poderia ser compensado com uma elevação da taxa de juros doméstica por parte das autoridades monetárias. O aumento da taxa de juros, contudo, poderia ter um efeito negativo sobre a preferência pela liquidez desses agentes, à medida que faria com que o risco de default aumentasse, o que estimularia ainda mais a fuga de capitais, aumentando também a desvalorização cambial esperada. No final da contas, a elevação da taxa de juros poderia não ser suficiente para compensar o aumento do risco de default (ao contrário, seria um elemento que poderia contribuir para o seu aumento) e a desvalorização cambial seria inevitável, devido ao aumento da preferência pela liquidez dos agentes por moeda estrangeira (representado pela fuga de capitais) e por conta das reservas normalmente serem insuficientes nos períodos de crise cambial. Então, assim como na teoria minskiana, numa economia financeiramente integrada, a presença de agentes expostos à variação da taxa de câmbio e da taxa de juros (agentes superespeculativos) aumentaria o grau de fragilidade financeira da economia, fazendo com que a economia ficasse mais vulnerável à crises financeiras e cambiais.

Assim, como expusemos ao longo desta seção, a teoria de Minsky sugere que as crises emergem endogenamente, a partir de uma estrutura de financiamento que migra em direção a uma situação de maior fragilidade financeira conforme as relações entre as instituições corporativas e financeiras vão se caracterizando por expectativas otimistas com relação ao ciclo econômico e, por conseguinte, por uma menor aversão ao risco. A incorporação da liberalização financeira nesta estrutura parece seguir no sentido de uma aceleração da fragilidade financeira, já que aumenta as oportunidades de inovação financeira e a possibilidade de rolamento da dívida, levando as firmas a uma maior exposição internacional dos empréstimos contraídos, caso ocorra uma desvalorização. Neste caso, o balanço patrimonial das firmas apresenta um crescente aumento dos passivos estrangeiros financiados por fluxo de rendas denominadas em moeda doméstica.

### **2.3 - A Liberalização na Argentina e no Brasil: diferentes países, diferentes liberalizações.**

Como tivemos a oportunidade de verificar na seção anterior, um dos principais ingredientes para o aumento da fragilidade financeira em economias abertas está relacionada com a liberalização financeira, já que amplia as possibilidades das unidades transitarem entre as diversas posturas financeiras, rumo a uma maior vulnerabilidade da economia. Neste sentido, a liberalização financeira amplifica o movimento endógeno característico de economias capitalistas desenvolvidas, expondo a economia a choques externos, com conseqüências adversas para o ambiente doméstico, ou transmitindo choques de origem doméstica para outros países financeiramente integrados.

Entretanto, é importante destacar que a liberalização financeira não foi, de maneira alguma, um processo homogêneo entre as economias que se liberalizaram nos últimos anos. Os efeitos deste processo nos sistemas financeiros domésticos foram diferenciados, dependendo, principalmente, do grau de abertura financeira da economia – que está relacionado com a capacidade dos residentes de adquirir títulos e assumir dívidas em moeda estrangeira e com o acesso de não residentes aos diferentes segmentos do mercado financeiro local – e da maneira pelo qual os fluxos de capitais são tratados nestas economias (Freitas & Prates, 2000, p.56). Quanto maior o grau de abertura e maior a receptividade das políticas domésticas em relação à entrada de recursos do exterior, maior será a influência destes fluxos sobre os mercados financeiros locais.

Um outro ponto importante que deve ser enfatizado tem a ver com a velocidade com que a desregulamentação dos mercados financeiros das economias emergentes se processou. Como destaca Hermann (2001, p. 6), na maioria dos países em desenvolvimento a desregulamentação e abertura financeiras foram implementadas em cerca de cinco anos, enquanto que nos países desenvolvidos este processo começou no início dos anos 80 e ainda está em curso. Um típico exemplo de rápido e profundo movimento de liberalização e abertura financeira seria a Argentina. No Brasil, diversamente, a liberalização financeira se processou de maneira um pouco mais lenta e gradual do que nos demais emergentes. Como veremos a seguir, Argentina e Brasil são

dois casos enfáticos de que a liberalização financeira foi bastante diferenciada dentre os países emergentes que participaram deste processo.

### 2.3.1 – O Caso da Argentina

Na Argentina, a primeira tentativa de liberalização financeira tomou lugar no final dos anos 1970 e início dos 1980, mais precisamente entre 1977 e 1982. A principal medida tomada naquele momento em direção à desregulamentação foi a aprovação da Lei de Entidades Financeiras (Lei nº 21.526, de 14/01/1977: BCRA<sup>36</sup>, *Ley de Entidades Financieras*), que permitia aos bancos atuar em todos os nichos do mercado financeiro argentino, no típico modelo de ‘banco universal’, contrastando frontalmente com o modelo financeiro americano, que era caracterizado pela segmentação, pela especialização e pelo elevado grau de regulamentação. Além disso, outras regulamentações introduzidas em 1978 ampliaram o grau de abertura financeira da economia, através de medidas que tornavam menos restrita a entrada de capitais estrangeiros na economia.

Nos início dos anos 1980, contudo, o aumento da liquidez e do crédito provocados por tais medidas, juntamente com diversos choques externos que ocorreram naquele período, como o choque dos juros americanos e o choque do petróleo, acabou provocando uma crise de confiança na solidez dos bancos, com conseqüente perda de depósitos e uma profunda crise de liquidez. Diante da absoluta escassez de divisas, o governo argentino foi forçado a reverter a política financeira, impondo restrições a diversos tipos de operações e centralizando o câmbio (Hermann, 2001, p. 7). Aliado a isso, a grave situação fiscal do governo Argentino e a aceleração inflacionária que se instaurou durante os anos 1980, no pós-crise da dívida latino-americana, prejudicaram ainda mais a atividade financeira no país, lançando a economia num processo de “desmonetização” e de dolarização informal (*ibid*, p. 8).

Nos anos 90 a abertura financeira foi um dos principais pilares do programa de estabilização monetária posto em prática pelo então presidente Carlos Menem, o chamado Plano de Conversibilidade. Tal plano era constituído de um regime de câmbio

---

<sup>36</sup> Banco Central de la República Argentina.

fixo com a conversibilidade da moeda, ou seja, um regime de *currency board*. De acordo com Freitas & Prates (2000, p.57), a estratégia adotada com o objetivo de eliminar a hiperinflação e reverter o processo de desmonetização envolvia liberdade total no movimento de capitais entre o país e o exterior, já que neste tipo de sistema a base monetária é determinada pela variação no nível de reservas internacionais, ou seja, pela entrada líquida de recursos. O radicalismo do processo de abertura financeira foi tal, que Batista (2002, p.83) não hesita em afirmar que poucas nações foram tão longe em matéria de liberalização, integração internacional e cessão unilateral de aspectos essenciais da autonomia da política econômica nacional, como foi a Argentina.

Apesar do Plano de Conversibilidade, introduzido em março de 1991, ter representado um marco no processo de abertura financeira da Argentina, ele foi apenas uma de uma série de medidas que foram adotadas a partir de meados de 1989 com o objetivo de aprofundar a liberalização financeira da economia. Hermann (2001, p.8) faz um mapeamento cronológico das medidas que foram sendo tomadas pelas autoridades monetárias neste período. Vale a pena reproduzir, aqui, as medidas que, em conjunto, compuseram o mosaico da desregulamentação e liberalização do mercado financeiro argentino. São elas<sup>37</sup>:

- a) a Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989)<sup>38</sup>, que suspendeu as políticas de promoção à indústria nacional e às exportações (com base em subsídios) e concedeu ao capital externo as mesmas condições de tratamento regulatório, creditício e tributário vigentes para o capital nacional;
- b) a Lei de Reforma do Estado (agosto de 1989), que regulamentou as privatizações, inclusive de bancos nacionais e provinciais, envolvendo incentivos à participação de investidores estrangeiros neste processo;
- c) normas do Banco Central da República Argentina, que regulamentaram e estimularam a captação de depósitos e operações de crédito em dólares pelos bancos argentinos (julho de 1989 e março de 1991) e liberalizaram o mercado de câmbio (dezembro de 1989 e abril de 1991);

---

<sup>37</sup> A autora baseou-se nos seguintes documentos para sistematização destas medidas: BCRA, *Carta Orgánica del BCRA* (disponível em [www.bcr.gov.br](http://www.bcr.gov.br)); BCRA (1997) *Principales Características del Marco Normativo del Sistema Financiero Argentino*. Área de Economía y Finanzas; BCRA, *Ley de Entidades Financieras* (disponível em [www.bcr.gov.br](http://www.bcr.gov.br)).

<sup>38</sup> As datas dizem respeito ao marco normativo/regulatório.

- d) a Lei de Conversibilidade (março de 1991), que instituiu o regime de *currency board* no país, fixando a taxa de câmbio na paridade de 1 austral para 1 dólar (a substituição do austral pelo peso argentino só ocorreu em janeiro de 1992), estabelecendo a livre conversibilidade entre o austral e qualquer outra moeda estrangeira e autorizando a realização de contratos no país em qualquer moeda;
- e) o Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores (novembro de 1991), que eliminou impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários no país;
- f) a nova Carta Orgânica do BCRA (setembro de 1992), definindo-o como autoridade monetária independente, vetando sua atuação como financiador do Tesouro Nacional e restringindo a limites estreitos seu papel de emprestador de última instância para o sistema bancário;
- g) a liberação à entrada de novas instituições financeiras nacionais no mercado argentino;
- h) o Decreto 146/1994, que delibera e regulamenta a operação de instituições financeiras de capital estrangeiro, conferindo-lhes tratamento regulatório idêntico ao das instituições de capital nacional.

Inicialmente, os principais problemas da Argentina pareciam ter sido solucionados pela adoção do *currency board*. Como podemos verificar pela Tabela 2.1-A, a economia Argentina experimentou elevado crescimento do PIB até 1997, ao mesmo tempo em que a inflação era debelada. Neste período, somente no ano de 1995 a economia experimentou uma taxa de crescimento negativa de quase 3%, principalmente por conta dos reflexos da crise mexicana ocorrida naquele período. Para Batista (2002, p. 84), esta já era uma primeira indicação de suscetibilidade do rígido modelo argentino a choques externos.

Como é comum em regimes de câmbio fixo (*superfixo* no caso do *currency board*), como era o caso da Argentina, a pressão sobre a taxa de câmbio para que desvalorize vai se tornando cada vez maior conforme o aumento do nível de preços não é traduzido na desvalorização da taxa nominal de câmbio, fazendo com que o câmbio real

**Tabela 2.1 - Alguns Indicadores Econômicos - Argentina e Brasil, 1990-2005**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>A. Argentina</b>																
Taxa de Crescimento do PIB real (%)	-3,0	12,2	11,3	6,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2
Formação Bruta de Capital Fixo (% PIB)	14,0	14,6	16,7	19,1	19,9	17,9	18,1	19,4	19,9	18,0	16,2	14,2	12,0	15,1	19,1	21,5
Índice de Preços ao Consumidor (var. %)	2.314,0	171,7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6
Dívida Pública (% PIB)	...	...	27,317	29,442	31,197	33,752	35,681	34,522	37,584	42,987	45,044	53,761	145,85	138,27	126,45	72,834
Taxa de Câmbio Real Efetiva (ano 2000=100)	...	...	...	...	93,9	87,4	85,9	88,8	92,6	100,8	100,0	104,7	44,6	47,7	46,0	45,9
Taxa de Câmbio Média (Peso/USD)	0,488	0,954	0,991	0,999	0,999	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	3,063	2,901	2,923	2,904
Reservas Intern. (Exc. ouro, milhões de dólar.)	4.592	6.005	9.990	13.791	14.327	14.288	18.104	22.320	24.752	26.252	25.147	14.553	10.489	14.153	18.884	27.179
Saldo da Balança Comercial	8.628	4.419	-1.396	-2.364	-4.139	2.357	1.760	-2.123	-3.097	-795	2.452	7.385	17.178	16.805	13.239	12.714
Saldo em Conta-Corrente (Milhões de dólares)	4.552	-647	-5.548	-8.206	-10.980	-5.118	-6.770	-12.138	-14.482	-11.943	-8.981	-3.780	8.720	8.065	3.446	5.789
Fonte: <i>International Financial Statistics</i> , FMI; Economist Intelligence Unit; Bank of International Settlements, BIS.																
<b>B. Brasil</b>																
Taxa de Crescimento do PIB real (%)	-4,2	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	2,9
Formação Bruta de Capital Fixo (% PIB)	17,3	18,3	18,4	19,3	20,7	20,5	19,3	19,9	19,7	18,9	19,3	19,5	18,3	17,8	19,6	19,9
Índice de Preços ao Consumidor (var. %)	1.621,0	433,3	1.112,5	2.477,3	916,5	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7
Dívida Pública (% PIB)	42,01	34,14	37,06	32,56	30,01	27,98	30,72	31,83	38,94	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,45
Taxa de Câmbio Média (Real/USD)	0,000	0,000	0,005	0,119	0,846	0,973	1,039	1,116	1,209	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341
Taxa de Câmbio Real Efetiva (ano 2000=100)	...	...	...	...	119,4	130,9	138,0	142,2	140,0	92,7	100,0	84,8	78,5	76,0	79,4	98,4
Reservas Intern. (Exc. ouro, milhões de dólar.)	7.441	8.033	22.521	30.604	37.070	49.708	58.323	50.827	42.580	34.796	32.488	35.739	37.684	49.111	52.740	53.574
Saldo da Balança Comercial	10.747	10.578	15.239	14.329	10.861	-3.157	-5.453	-6.652	-6.603	-1.261	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.748
Saldo em Conta-Corrente (Milhões de dólares)	-3823,0	-1450,0	6089,0	20,0	-1153,0	-18136,0	-23248,0	-30491,0	-33829,0	-25400,0	-24224,5	-23214,5	-7636,6	4177,3	11737,6	14198,9
Fonte: <i>International Financial Statistics</i> , FMI; Economist Intelligence Unit; Bank of International Settlements, BIS.																

se aprecie. As relações de troca da economia doméstica com o resto do mundo vão se tornando extremamente desfavoráveis. Os dados da Tabela 2.1-A nos ajudam a visualizar a evolução deste processo no período de 1990 a 2005.

A crise asiática de 1997 e a crise russa de 1998 tornaram ainda mais claras as deficiências do regime argentino frente a turbulências do mercado financeiro internacional. A economia passou, então, a apresentar crescimento negativo durante todo o período de 1999 até 2002, encolhendo -10,9% neste último ano. A eleição presidencial de 1999 trouxe alguma esperança de que a situação do país pudesse mudar, mas o candidato eleito, Fernando de la Rúa, ficou no cargo apenas até dezembro de 2001, quando renunciou por conta da crise econômica decorrente da manutenção do *currency board* e das drásticas conseqüências econômicas e sociais geradas pelo modelo econômico adotado nos anos anteriores, e mantido pelo presidente eleito. Seu sucessor, Eduardo Duhalde, nomeado pelo congresso argentino como presidente interino em janeiro de 2002, teve como primeiro desafio reconstituir a moeda nacional na plenitude suas principais funções<sup>39</sup>. Para tanto, foi restabelecida a inconvertibilidade do peso argentino em moeda estrangeira, com emissão desvinculada da disponibilidade de reservas internacionais, e o regime cambial passou a ser flutuante. Finalmente em 2003, a economia passou a experimentar um vigoroso processo de recuperação. Como podemos ver na tabela 2.1-A, entre 2003 e 2005 a economia argentina cresceu, em média, 9,0%, sem que a estabilidade dos preços fosse seriamente comprometida. No final das contas, a experiência Argentina serviu, pelo menos, para mostrar como pode ser desastroso para uma economia abrir mão da sua autonomia monetária e cambial.

### 2.3.2 – O Caso do Brasil

No Brasil, a legislação do fluxo de capitais foi introduzida nos anos 1960 com o objetivo de regular o fluxo de investimento direto estrangeiro e de empréstimos. De acordo com tal legislação, os capitais estrangeiros deveriam ser registrados para obter permissão para posterior envio de renda para o exterior (através de lucros, juros, royalties

<sup>39</sup> Como é sabido na literatura econômica, as principais funções desempenhadas pela moeda são: meio de pagamento, onde a moeda é utilizada na intermediação das trocas dos bens e serviços produzidos na economia; unidade de conta, onde a moeda é utilizada como unidade de medida dos termos contratuais na economia; e reserva de valor, que diz respeito a capacidade da moeda carregar valor ao longo do tempo.

e repatriação). A partir do final dos anos 1980, contudo, é possível perceber um crescente movimento rumo à liberalização da conta de capitais. Em 1987, a mudança na regulação passou a permitir o influxo de *portfólios* através do estabelecimento de companhias de investimento de capital estrangeiro, fundos de investimento de capital estrangeiro e investimento em carteira de ações e títulos.

O início da década de 1990 foi marcado pela adoção de uma série de medidas que aprofundaram ainda mais a liberalização financeira no Brasil. Uma referência importante neste sentido foi a liberalização do mercado de títulos para investidores institucionais em 1991. Além desta medida, Goldfajn & Minella (2005, p.18-19) apontam outras medidas de estímulo à entrada de capitais que foram tomadas no início dos anos 1990, tais como: i) redução dos impostos sobre envio de lucros e dividendos para o exterior; ii) autorização para conversão de instrumentos de dívida externa do setor público federal (*bonds*) e depósitos denominados em moeda estrangeira para uso no Programa Nacional de Privatização; iii) autorização para investidores estrangeiros representados por fundos, companhias de investimento e investidores institucionais para operar no mercado de opções e de futuro para títulos, câmbio e taxa de juros; e iv) autorização para emissão, no exterior, de debêntures conversíveis e de Recibos de Depósitos<sup>40</sup> (*Depository Receipts*) representando os títulos brasileiros, do mesmo modo que o *American Depository Receipts* (ADR) representa os títulos americanos.

O fluxo de capitais tornou-se ainda mais liberalizado a partir de 1992, quando o Banco Central do Brasil passou a permitir que uma conta especial para não-residentes (chamada CC5) pudesse ser operada mais livremente pelas instituições financeiras internacionais através da aquisição ou venda de moeda estrangeira<sup>41</sup>. De acordo com

---

<sup>40</sup> Um Recibo de Depósito (*Depository Receipt*) é um tipo de título financeiro negociável (transferível) que é transacionado no mercado mobiliário local, mas representa um título, normalmente na forma de ações, que é emitido por uma companhia estrangeira listada publicamente. Estes Recibos de Depósito permitem que os investidores possuam participações em ações de outros países, sendo que o *American Depository Receipt* (ADR) é o tipo mais comum desta modalidade de investimento. (<http://www.investopedia.com>, acessado em 23/08/2007)

<sup>41</sup> A natureza inicial das contas CC5, regulamentada pelo Banco Central do Brasil em 1969, era a de facilitar as transações cambiais de não-residentes, que poderiam transferir livremente recursos para o exterior quando retornavam ao seu país de origem. Contudo, os agentes estavam limitados a transferir apenas o máximo do valor que havia inicialmente ingressado no país. A partir de 1992, contudo, uma nova regulamentação (representadas pela Carta Circular 2.259 e pela Circular 2.242 emitida pelo Banco Central do Brasil, regulamentando a Resolução 1.946 do Conselho Monetário Nacional de 1992), introduziu uma modificação radical dos termos iniciais das CC5. De acordo com Sicsú (2007b, p.190), as mudanças

Paula (2007, p.11), esta exceção criou uma maneira privilegiada para a fuga de capitais de curto-prazo, tendo sido utilizada com certa frequência durante os períodos de ataque especulativo contra a moeda doméstica, representando, no final das contas, a introdução da conversibilidade *de facto* no sistema financeiro brasileiro. Isto porque, na prática, os residentes no Brasil poderiam realizar um depósito na conta de um banco não-residente mantida num banco doméstico, que, então, converteria a moeda doméstica em moeda estrangeira. Ou seja, os residentes poderiam transferir recursos domésticos para o exterior através destes depósitos, solicitando às instituições financeiras não-residentes para que comprassem moeda estrangeira e realizassem o depósito numa conta no exterior (Goldfajn & Minella, 2005, p.20).

Entre 1993 e 1996, entretanto, o elevado influxo de capitais alcançou níveis que mobilizaram as autoridades monetárias a adotar certas medidas restritivas, algumas delas temporariamente relaxadas depois da crise mexicana<sup>42</sup>. Neste período, as medidas tomadas seguiram no sentido de reduzir a entrada de capitais e facilitar a saída, num contexto de abundância de capitais. Na verdade, como afirmam Cardoso & Goldfajn (1997, p.21), o controle de capitais neste período era endógeno: o governo reagia aos fluxos de capitais aumentando os controles quando a elevação dos influxos pressionasse a taxa de câmbio real para apreciar e relaxando em momentos de maior escassez de recursos internacionais. Entretanto, Cardoso & Goldfajn (1997) mostram que, apesar do volume e da composição do fluxo de capitais responderem às medidas restritivas impostas, elas acabavam se tornando inefetivas no longo-prazo<sup>43</sup>.

---

realizadas representaram “um engenhoso mecanismo para que quaisquer agentes (residentes ou não-residentes, pessoa física ou jurídica) pudessem enviar recursos para o exterior através das contas de não-residentes; e, então, estes últimos deveriam poder enviar ao exterior qualquer quantidade de recursos, isto é, independente da quantidade com que tivessem ingressado no país. Ademais, os não-residentes não seriam mais aqueles que estavam transitoriamente no país. Foi inventada uma categoria [...], que pode ser chamada de *agente financeiro não-residente com conta corrente permanente em instituição financeira residente no país*”. Sicsú (2007b) apresenta maiores detalhes do processo de desfiguração das contas CC5 originais, o que acabou representando um processo sistemático de maior liberalização financeira da economia.

<sup>42</sup> Goldfajn & Minella (2005) fazem uma minuciosa cronologia das principais mudanças do controle de capitais no Brasil entre 1990 e 2004. Ver, em especial, o Apêndice B, pp.41-49.

<sup>43</sup> É importante ressaltar que a generalização sobre a ineficiência do controle de capitais no longo-prazo não engloba, necessariamente, todos os instrumentos de intervenção disponíveis. É verdade que instrumentos administrativos, por exemplo, que estabelecem restrições quantitativas diretas, podem não ser eficazes no longo prazo, porque os agentes podem aprender a contorná-los com o passar do tempo. No caso de uma crise no balanço de pagamentos, no entanto, tais instrumentos podem diminuir a incerteza dos agentes ao estancarem a saída de capitais no curto-prazo. De maneira geral, instrumentos com incidência mais ampla, como a imposição de depósitos compulsórios sobre a entrada de capitais, possuem uma ação

A crise asiática, em 1997, e a crise russa, em 1998, representaram um maior relaxamento dos controles do influxo de capitais. Depois da crise cambial brasileira de 1999 e da adoção do regime de câmbio flutuante, as autoridades econômicas implementaram uma série de normas que aprofundaram ainda mais a liberalização financeira e tornaram ainda mais flexível o mercado cambial, incluindo a unificação do mercado de câmbio (flutuante e livre)<sup>44</sup>, a redução e posterior eliminação da maturidade média mínima para empréstimos externos e do imposto sobre transações financeiras sobre o influxo de capitais, a eliminação de restrições sobre os investimentos no mercado de títulos por investidores estrangeiros, e a simplificação do processo relacionado com a emissão de capitais para outros países (Paula, 2007, p. 12). Em novembro de 1999, o Brasil aceitou as obrigações impostas pelo Artigo VIII do FMI, que impede, dentre outros quesitos, que os países membros possam impor restrições na realização de pagamentos e transferências para transações internacionais correntes, além de serem desautorizados de realizarem arranjos cambiais discriminatórios ou práticas cambiais múltiplas (IMF, 1994, Article VIII). Mais recentemente, em março de 2005, as autoridades monetárias introduziram novas propostas liberalizantes, que incluiu medidas como a simplificação de procedimentos de remessas de recursos para o exterior e a dilatação de prazo para a cobertura cambial nas exportações<sup>45</sup>.

Todo esse processo, que acabamos de salientar, acabou se refletindo no desempenho macroeconômico da economia brasileira. Entre 1990 e 2005, a economia experimentou um crescimento baixo e volátil, tendo tido um crescimento médio de apenas 2,2%, enquanto que a Argentina, no mesmo período, cresceu 3,5%, em média. De acordo com Paula (2007, p.8), as principais explicações para o baixo crescimento da economia brasileira neste período podem ser encontradas na elevada taxa de inflação (até

---

mais efetiva num horizonte de tempo maior que os controles seletivos. Além disso, os controles podem ser moldados apenas para ter uma ação temporária, como no caso da crise de balanço de pagamentos acima citada, ou podem ser instrumentos de utilização permanente, para dar autonomia para políticas econômicas domésticas.

<sup>44</sup> O 'mercado cambial flutuante' - também chamado de mercado do dólar-turismo, foi criado em 1988, juntamente com o 'mercado cambial livre ou comercial'. O objetivo desta medida era fazer com que as operações que antes eram conduzidas no 'mercado paralelo' passassem a ser realizadas no mercado regulado. Ao longo da primeira metade dos anos 1990, o mercado paralelo perdeu importância. Em 1996 as taxas cambiais dos mercados livre e flutuante foram alinhadas e, em 1999, foram unificadas.

<sup>45</sup> Para uma análise dos desdobramentos recentes da liberalização financeira na primeira metade da década de 2000 no Brasil, ver Sicsú (2006).

junho de 1994); na vulnerabilidade externa, causada pela necessidade de financiamento do balanço de pagamentos (pelo menos até 2002) e também pelos efeitos negativos da alta taxa de juros ao longo do período (em torno de 11% entre 1999 e 2006, em média). Por outro lado, a adoção do Plano Real foi capaz de reduzir substancialmente a taxa de inflação nos anos 1990, que, como podemos verificar pela Tabela 2.1-B, era de 22,4% em 1995, e se reduziu para 1,7% em 1998. Porém, se por um lado o Plano foi eficiente no que diz respeito ao combate à inflação, por outro lado seus ingredientes (que incluía a desindexação da economia, elevadas taxas de juros, abertura comercial e financeira e apreciação da taxa de câmbio) foram responsáveis, em grande medida, pela exposição da economia às vulnerabilidades internacionais. No final das contas, o desempenho econômico do Brasil ficou muito aquém do crescimento dos outros emergentes, de forma que, para esta economia, ‘a combinação de uma política liberal e ortodoxa, (...) [com] uma abordagem menos intervencionista na política cambial, e grande abertura na conta de capitais, resultou numa maior volatilidade da taxa de câmbio, em maiores taxas de juros, e numa performance macroeconômica pouco expressiva’ (Paula, 2007, pp.33-34).

Mesmo tendo experimentado um aprofundamento considerável da liberalização financeira, a evolução da abertura financeira no Brasil se processou de maneira mais gradual que em outros países da América Latina. Freitas & Prates (2000), por exemplo, numa comparação entre a liberalização financeira da Argentina, do Brasil e do México, concluem que ela foi muito mais completa na Argentina. “O México ocuparia uma posição intermediária, enquanto no Brasil (...) [existiriam] algumas restrições à conversibilidade da conta de capitais, especialmente com relação às transações em moeda estrangeira no interior do território nacional” (*ibid*, p.56). Aliás, estas autoras apontam que uma das características mais marcantes da experiência brasileira foi precisamente o fato de que esta economia foi capaz de prevenir a dolarização das relações monetária e financeira que ocorreram, por exemplo, na Argentina. Com uma visão semelhante, Arida et alli (2004, p.15) apontam que o sistema resultante de todo o processo de liberalização no Brasil não significou conversibilidade irrestrita ou livre conversibilidade. Segundo estes autores, o Banco Central do Brasil (BCB) não teve seus poderes reduzidos neste período, já que poderia alterar o grau de conversibilidade da economia (para mais ou para menos) através do uso de decretos administrativos.

Um outro ponto importante de enfatizar é que, ao contrário da Argentina, durante o período de alta inflação na década de 1980, o sistema bancário brasileiro se fortaleceu. De acordo com Hermann (2001, p. 19), os bancos reduziram custos operacionais, informatizando grande parte dos serviços de pagamentos, e passaram a ofertar ao público ativos de curto-prazo indexados, tendo os títulos públicos federais como "carro-chefe" do mercado, dada a necessidade do governo rolar sua dívida e, ao mesmo tempo, manter algum grau de controle sobre a taxa real de juros. Assim, tendo passado pela política de liberalização (ainda em curso) em ritmo mais lento e em melhores condições de enfrentar a concorrência interna e externa, o sistema bancário brasileiro foi induzido à concentração, como tem ocorrido em todos os casos, mas não à desnacionalização e à dolarização, como o argentino (Hermann, 2001, p.20).

## **2.4 - Fragilidade Financeira e Crise: Brasil (1999/2002) e Argentina (2002).**

Na seção anterior procuramos mostrar como a experiência de liberalização financeira, na década de 1990, foi diferenciada no Brasil e na Argentina, não só em termos da velocidade e do grau de abertura alcançados, mas também pelas políticas macroeconômicas adotadas por cada país em diferentes circunstâncias. Nesta seção, pretendemos analisar o desempenho das economias da Argentina e do Brasil da metade dos anos 1990 em diante, verificando, através de alguns indicadores, a evolução da fragilidade externa da crise de 1999 e 2002 no Brasil e de 2002 na Argentina..

É importante, contudo, discriminar os componentes do grau de fragilidade em economias abertas de acordo com o impacto que um aumento na taxa de juros ou na taxa de câmbio pode ter sobre a economia. De acordo com Paula & Alves (2000, p. 10), a fragilidade financeira pode, inicialmente, ser definida como o grau pelo qual a economia é vulnerável a mudanças nas condições de financiamento originárias de alterações na taxa de juros ou na taxa de câmbio. Ou, alternativamente, 'como uma situação em que existe um elevado risco de se ter reservas estrangeiras insuficientes para fazer frente a uma importante conversão de poupança líquida em moeda nacional para moeda estrangeira' (Lopez, 1997, p.13 *apud* Paula & Alves, 2000). Do ponto de vista

macroeconômico, esta fragilidade pode se manifestar em déficits em transações correntes crescentes. Em termos de financiamento, entretanto, se existirem unidades com financiamento em moeda estrangeira com maturidades de prazo mais curto do que as atividades financiadas ou cuja renda está em moeda doméstica, eles podem estar vulneráveis a mudanças na taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que o país fica sujeito aos choques externos derivados de alterações nas condições de financiamento internacional (Paula & Alves, 2000, p.10).

No caso da Brasil e da Argentina, o processo de abertura financeira representou uma elevação contínua da fragilidade externa. Num primeiro momento, entretanto, a liberalização permitiu maior acesso ao capital internacional, possibilitando a renegociação das dívidas externas no início da década de 90 e a implementação de políticas de estabilização com âncora cambial, como discutimos anteriormente. No entanto, como apontam Paineira & Carcanholo (2002, p. 18), o caráter desse processo implicou uma deterioração nas contas externas desses países, pois tanto o estoque da dívida externa quanto o fluxo de pagamento de seu serviço e a necessidade de financiamento externo aumentaram sensivelmente durante o período de abertura financeira.

Os primeiros sintomas de dificuldade externa começaram a aparecer logo após a implementação dos planos de combate à inflação nos dois países. O déficit em transações correntes já no primeiro ano em vigor dos planos de estabilização (em 1991, na Argentina e em 1994, no Brasil) prenunciava que o modelo econômico adotado por esses países, baseado na apreciação cambial, abertura comercial e elevada taxas de juros domésticas, iria depender de recorrentes influxos de capitais do exterior para equilibrar a situação externa. Durante a década de 1990, estas economias passaram a acumular vultuosos déficits em transações correntes e na balança comercial. Para se ter uma idéia, entre 1994 e 1998, o déficit em transações correntes brasileiro estava acumulado em cerca de US\$ 107 bilhões, enquanto que no período de vigência do *currency board*, entre 1991 e 2001, o da Argentina estava em torno de US\$ 90 bilhões.

A fragilidade externa medida pelo déficit em transações correntes fica mais evidente, quando comparado ao tamanho da economia. No Gráfico 2.1, podemos perceber que o déficit em CC também cresceu ao longo da década para os dois países,

chegando a 4,8% do PIB em 1998, na Argentina, e a 4,3% do PIB em 1999, no Brasil. No caso da Argentina, o aumento da CC sobre o PIB de 1999 a 2001 foi resultado tanto do retração da economia, que cresceu a taxas negativas durante todo este período, quanto de uma forte contração da demanda doméstica por bens importados, num contexto de relativa estabilidade das exportações, o que colaborou enormemente para a melhora do saldo da balança comercial e de transações correntes (ver Tabela 1-A). Com a mega-desvalorização cambial, ocorrida em 2002, a proporção da CC sobre o PIB passou a ser superavitária em quase 9,0% naquele mesmo ano, se mantendo positiva nos anos seguintes.

No caso do Brasil, a situação em transações correntes não melhorou antes de 2002. Nem mesmo a desvalorização de 33,8% da taxa de câmbio real efetiva em 1999, por conta da crise cambial, foi capaz de reverter o saldo negativo desta conta. A balança comercial, entretanto, só passou para uma situação superavitária em 2001, quando, então, passou a liderar o processo de recuperação do saldo da CC (ver Tabela 2.1-B). A CC em relação ao PIB, por sua vez, oscilou em torno de -4,0% entre 1997 até 2001, para então se tornar positiva no ano de 2002. Porém, em comparação com a Argentina, a recuperação foi um pouco mais tímida (ver Gráfico 2.1).

Enquanto o déficit em CC sobre o PIB compara o déficit com o tamanho da economia, o déficit em CC sobre as reservas estrangeiras (RE) do Banco Central nos dá uma idéia sobre a habilidade do país de financiar a fuga de capitais no caso de uma reversão deste fluxo<sup>46</sup>. Neste aspecto, a situação do Brasil ao longo da década alcançou níveis bem acima dos da Argentina. De 1994 para 1995, por exemplo, o déficit em CC passou de 5% das reservas para quase 37%. A partir de então, a situação foi se deteriorando a cada ano, até que em 1998, o *déficit* em CC passou a corresponder a 80% das reservas brasileiras. Mesmo depois da crise de 1999, o déficit em CC sobre as RE permaneceu bastante elevado, só se reduzindo em 2002, para finalmente tornar-se positivo a partir de 2003. No caso da Argentina, este indicador aumentou substancialmente depois da crise asiática, somente se recuperando depois de 1999, quando o saldo em CC passou a se reduzir substancialmente, até se tornar positivo. Em

---

<sup>46</sup> É importante salientar os limites deste indicador, já que não leva em conta a fuga de capitais que pode ocorrer referente a parte financeira doméstica.

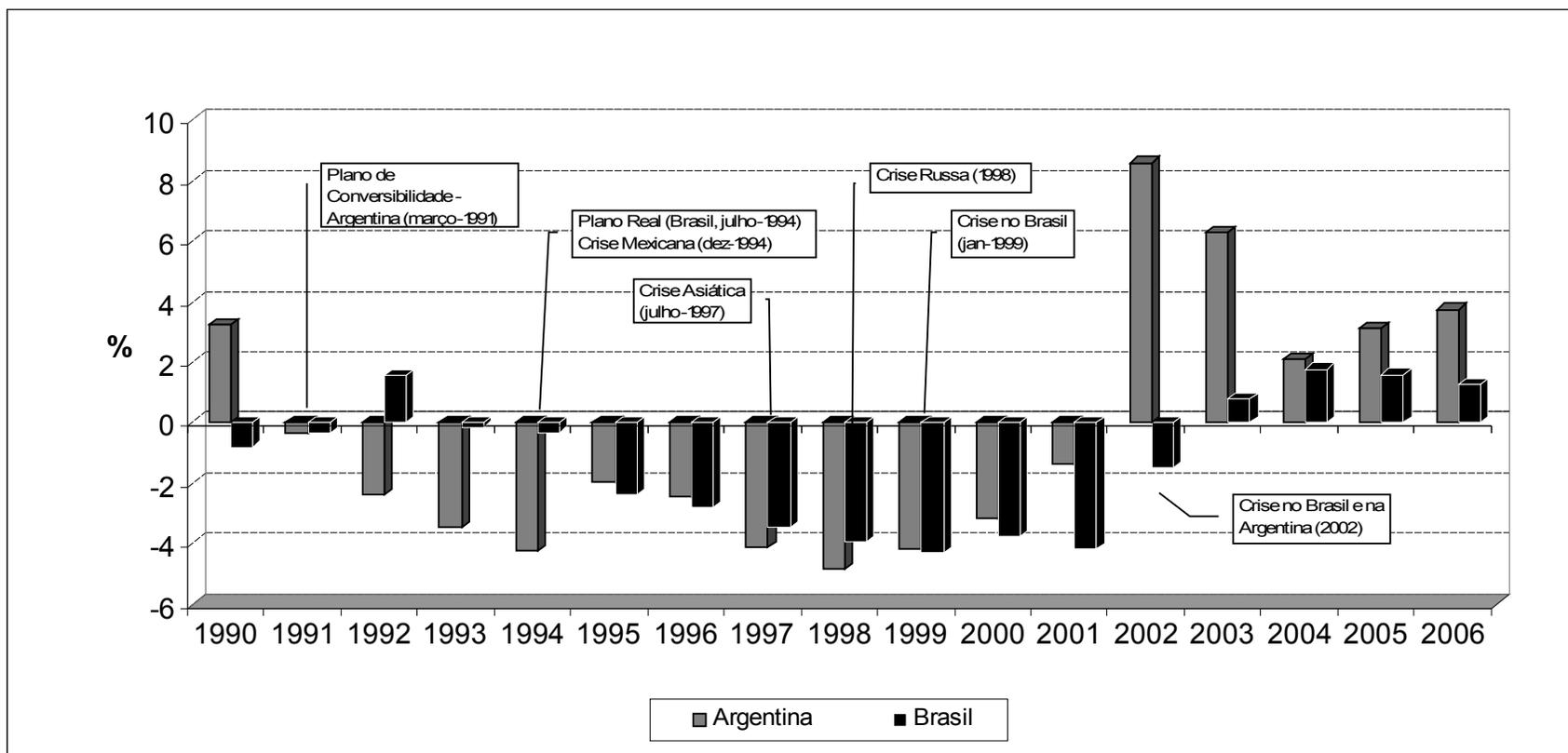
2002, contudo, o elevado valor do indicador (as reservas correspondiam a quase 80% do *superávit* em CC) representou uma melhora da conta-corrente, ao mesmo tempo em que as reservas chegaram ao seu nível mais baixo naquele ano, cerca de US\$ 10,5 bilhões. O Gráfico 2.2 resume estas informações.

No que se refere ao endividamento destas economias em moeda estrangeira, dois importantes indicadores nos dão uma clara percepção de como evoluíram as obrigações externas destas duas economias: os ativos líquidos em moeda estrangeira e a participação da dívida externa no total da dívida.

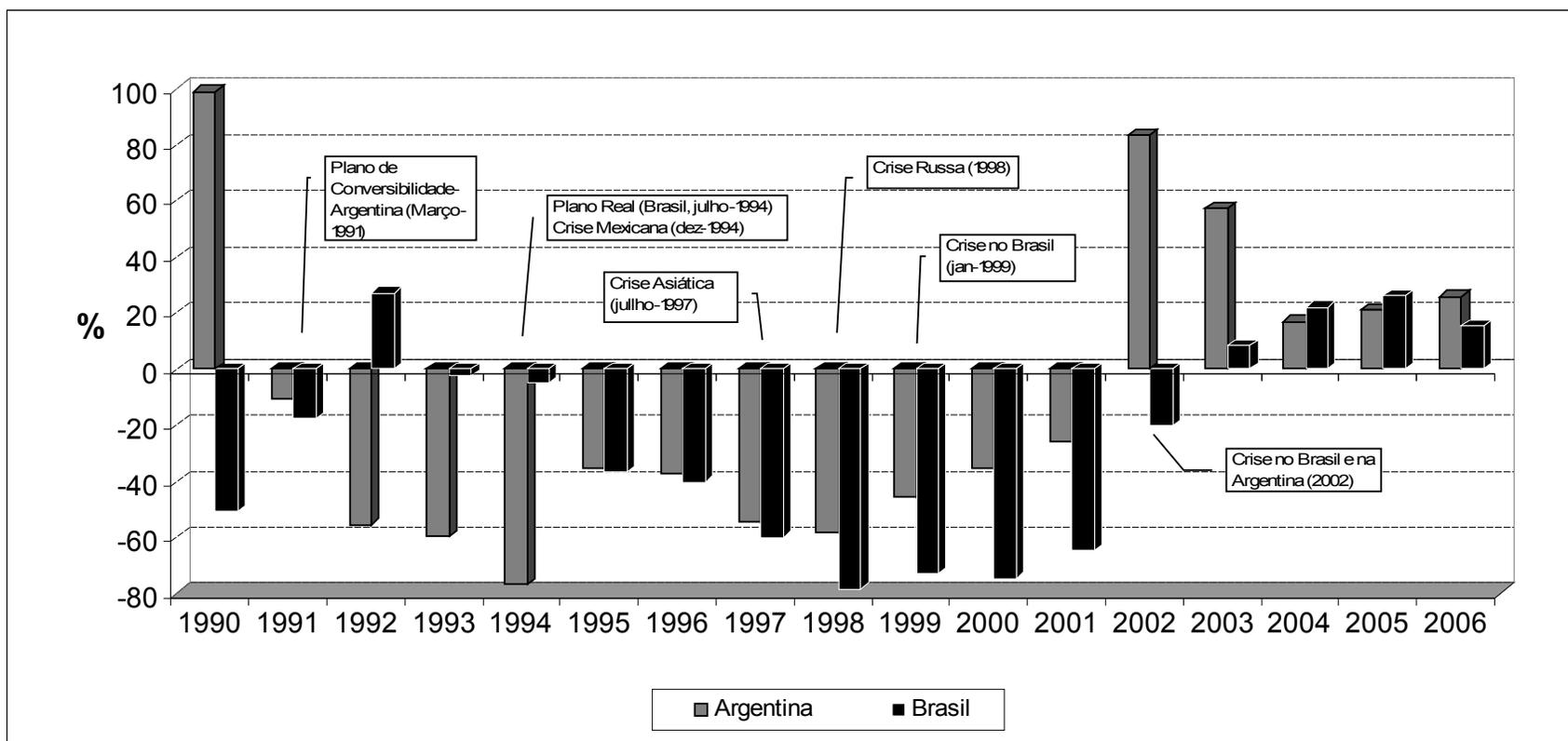
Os ativos menos os passivos denominados em moeda estrangeira (ativos líquidos) assumiram valores vultuosos nas duas economias latino-americanas aqui analisadas. O valor dos ativos líquidos em moeda estrangeira é calculado a partir da soma dos ativos líquidos em moeda estrangeira das autoridades monetárias e dos bancos (linha 31 da IFS do FMI), mais ativos em moeda estrangeira do setor não-bancário (*Cross-border*), a partir do *BIS reporting banks*, menos os passivos em moeda estrangeira do setor não-bancário (*Cross-border*), a partir do *BIS reporting banks*, mais títulos da dívida internacional (bonds) a vencer (final do ano) denominados em moeda estrangeira. Como fica evidente pela análise do Gráfico 2.3, o descasamento cambial da economia argentina foi se tornando um problema crônico, passando de uma dívida líquida de cerca de US\$ 25 milhões, em 1995, para mais de US\$ 100 bilhões em 2001. No Brasil, o endividamento em moeda estrangeira parece ter respeitado o compasso da liberalização, tendo sido menos pronunciado do que na Argentina. Mesmo assim, em 1998 os passivos líquidos estavam em torno de US\$ 40 bilhões, e chegaram a alcançar US\$ 76 bilhões no auge da crise de 2002 (Gráfico 2.3)

A participação da dívida externa no total da dívida também nos dá uma idéia do grau de vulnerabilidade que uma economia pode estar exposta no caso de choques externos e desvalorizações cambiais bruscas. Esta variável é calculada como uma divisão onde tem-se o seguinte: no numerador temos as dívidas denominadas em moeda estrangeira do setor não-bancário (*Cross-border*) do relatório do BIS (em todas as moedas), mais as dívidas dos bancos (*Cross-border*) do relatório do BIS denominados em moeda estrangeira, mais os títulos da dívida internacional a vencer (bonds) denominados em moeda estrangeira; no denominador temos o total da dívida do setor não-bancário do

**Gráfico 2.1**  
**Conta-Corrente como Proporção do PIB –**  
**Brasil e Argentina – 1990-2006**

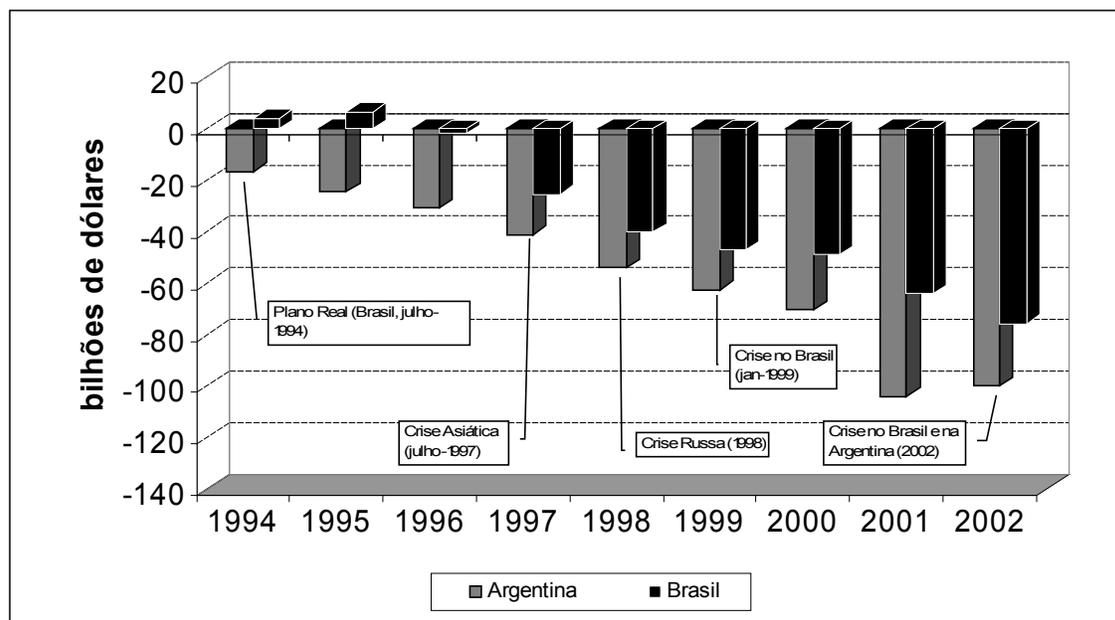


**Gráfico 2.2**  
**Conta-Corrente como Proporção das Reservas Estrangeiras (%) –**  
**Brasil e Argentina, 1990-2006**



Fonte: *International Financial Statistics*, FMI. Elaboração Própria.

**Gráfico 2.3**  
**Ativos Líquidos em Moeda Estrangeira –**  
**Brasil e Argentina, 1994-2002**

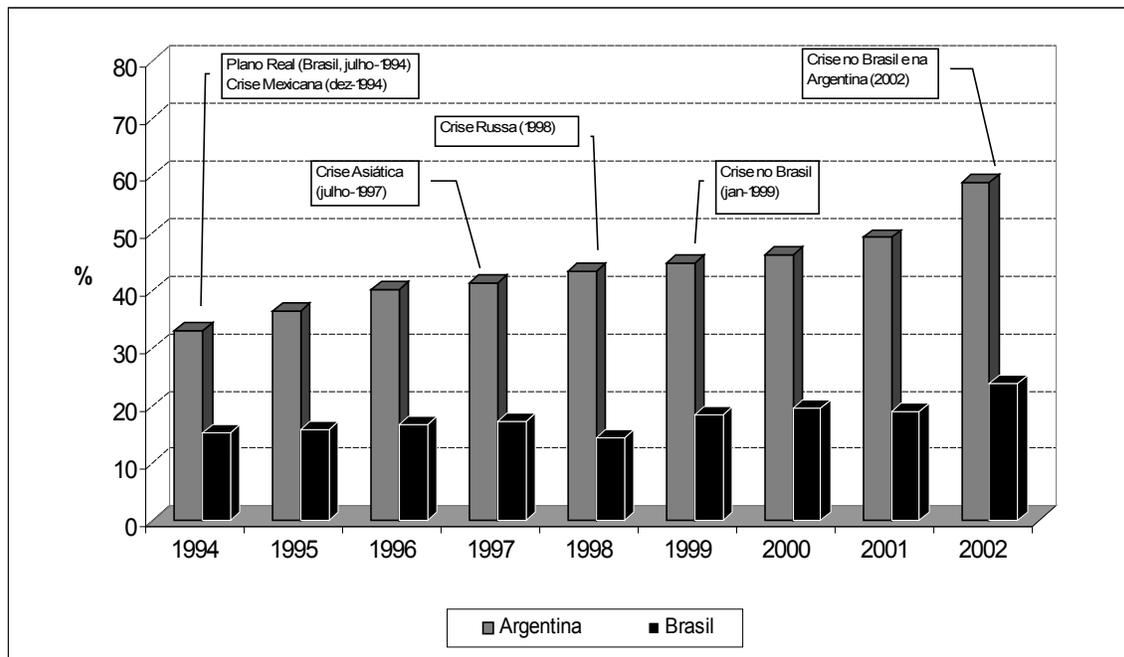


Fonte: *International Financial Statistics*, FMI; Bank of International Settlements *apud* Goldenstein and Turner (2004, p.45), adaptação da tabela 4.3.

relatório do BIS, o total das dívidas do setor bancário do relatório do BIS, mais o total do crédito doméstico ao setor privado (linha 32 IFS), o total dos títulos da dívida internacional a vencer (bonds), mais o total dos títulos domésticos a vencer (bonds). O cálculo parte da hipótese de que todos os *títulos domésticos* e os *créditos domésticos* são denominados em moeda doméstica. Como podemos perceber pelo Gráfico 2.4, a crescente participação da dívida externa no total da dívida fica evidente para o caso Argentino, que em 1994 era de pouco mais de 30% e, em 2002, chegou a quase 60%. No Brasil, durante toda a metade da década de 1990, a dívida externa não passou de 20% do total. Somente em 2002, com a crise cambial, é que este percentual chegou a 24%, valor considerado modesto quando comparado a outros países no ano de ocorrência da crise cambial<sup>47</sup>.

<sup>47</sup> Para se ter uma idéia, em 1997, o total da participação da dívida externa no total da dívida era de 46,7% para a Indonésia, de 35,2 % para Tailândia, de 25,3% para as Filipinas e de 19,8% para a Malásia (ver Goldenstein and Turner, 2004, p. 47, tabela 4.4)

**Gráfico 2.4**  
**Participação da Dívida em Moeda Estrangeira no Total da Dívida (%) –**  
**Brasil e Argentina, 1994-2002**

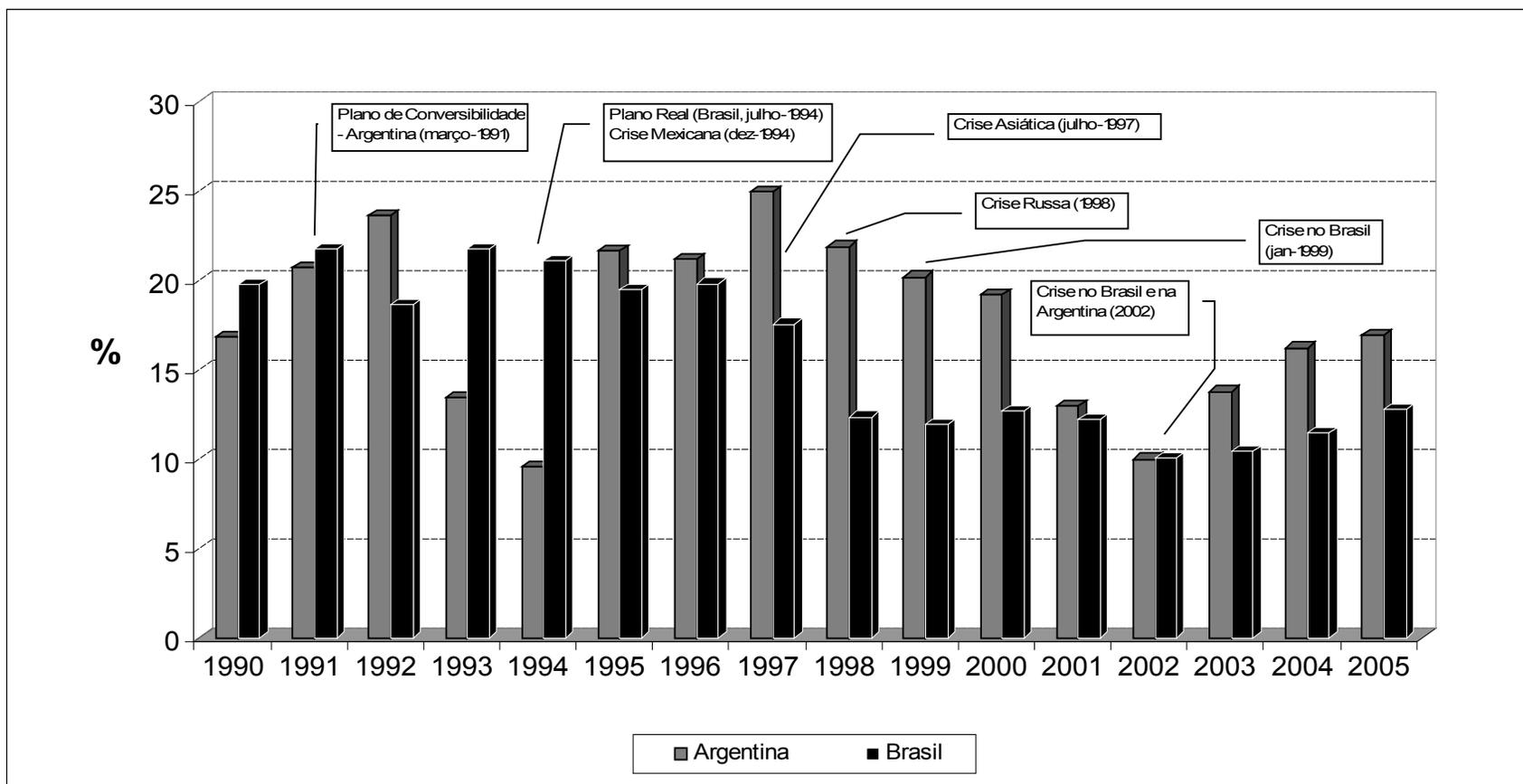


Fonte: International Financial Statistics (IFS), FMI; Bank of International Settlements *apud* Goldenstein & Turner (2004, p. 46), adaptação da tabela 4.4.

Um indicador de risco mais informativo sobre a dívida externa pode ser encontrado nas análises de variáveis que levem em conta a dívida externa de curto-prazo. Como sabemos, capitais de curto-prazo são caracterizados por terem elevado grau de volatilidade, sendo extremamente sensíveis à variações de humor dos mercados locais e internacionais, já que possuem grande facilidade de reversão do seu fluxo. No caso da participação da dívida externa de curto-prazo sobre o total da dívida externa, que nos é mostrado pelo Gráfico 2.5, vemos que, depois da crise asiática, houve uma progressiva queda da participação dos capitais de curto-prazo no total da dívida externa, expressando uma crescente deterioração das expectativas em relação a estas economias, o que pode ser confirmado com a queda sistemática dos índices das bolsas de valores na Argentina e no Brasil depois de 1997 (Gráfico 2.6).

### Gráfico 2.5

**Dívida Estrangeira de Curto-Prazo sobre o Total da Dívida Estrangeira (%)  
Brasil e Argentina, 1995-2003**

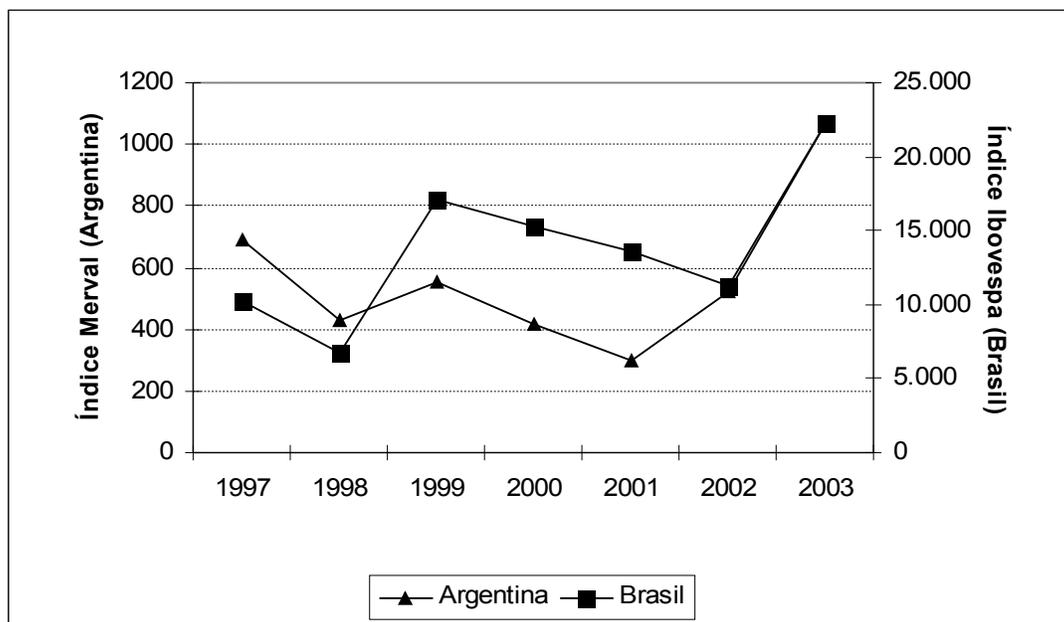


Fonte: *Global Development Finance*, Banco Mundial.

No caso de uma reversão do fluxo de capitais liderada por capitais de curto-prazo, o percentual da dívida externa de curto-prazo em relação às reservas irá medir o quanto a economia tem capacidade de enfrentar o ataque especulativo. No caso da Argentina, por exemplo, as dívidas foram maiores que as reservas de 1996 a 2004. Em 2003, um ano após a crise, para cada 1 dólar de reserva havia 1,6 dólares de dívida de curto-prazo. A situação do Brasil foi mais confortável, já que as reservas cobriam mais do que a totalidade das dívidas de curto-prazo ao longo de todo período. No Gráfico 2.7 podemos visualizar a evolução desta variável para os dois países.

### Gráfico 2.6

#### Índice da Bolsa de Valores – Brasil e Argentina, 1997-2003



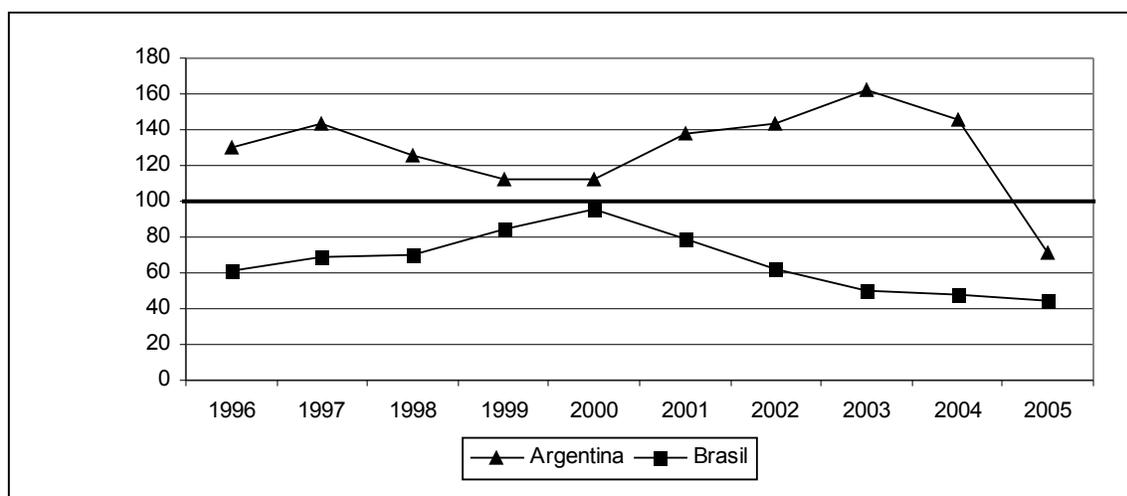
Fonte: Economist Intelligence Unit.

Todos esses indicadores demonstram que a abertura financeira não foi capaz de resolver o problema de financiamento externo nem da Argentina e nem do Brasil. Ao contrário, a liberalização financeira para estes países foi traduzida em taxas de câmbio mais valorizadas e numa maior necessidade de financiamento das contas externas, seja por conta do elevado déficit em transações correntes que experimentaram na maior parte

do período analisado, seja por conta do aumento do estoque da dívida externa. Para se ter uma idéia, o estoque da dívida externa na Argentina, que era de US\$62,2 bilhões em 1990, passou para US\$166,8 bilhões em 2003, enquanto que no Brasil, neste mesmo período, a dívida passou de US\$120 bilhões para US\$236,6 bilhões. Isto sem contar com o serviço da dívida externa, que também foi crescente no período<sup>48</sup>.

### Gráfico 2.7

#### Dívida Externa de Curto-Prazo sobre as Reservas Estrangeiras (%) – Brasil e Argentina, 1996-2005



Fonte: *International Financial Statistics*, FMI; *Global Development Finance*, Banco Mundial.

Neste sentido, Grabel (1995, p.127) afirma que a liberalização financeira pode conduzir a economia a um tipo específico de desenvolvimento econômico liderado pela especulação, caracterizado, principalmente, pela preponderância de investimentos mais arriscados e por estruturas financeiras mais frágeis. Tal situação impõe à economia um 'ambiente' de risco maior do que na ausência da liberalização; uma maior suscetibilidade à crises financeiras, com efeitos danosos sobre o setor real da economia; uma alocação ineficiente do crédito, que pode se direcionar para setores não-produtivos e, por fim, leva à redução das taxas de crescimento do setor real da economia.

<sup>48</sup> De acordo com Paineira & Carcanholo (2004), o pagamento do serviço da dívida externa subiu, entre o final de 1995 até o final de 2001, de US\$5,5 bilhões para US\$18,8 bilhões, no caso da Argentina, e de US\$19 bilhões para 50 bilhões, no caso do Brasil.

As crises financeiras recentes na Argentina e no Brasil, assim como em outros lugares que passaram por uma ampla liberalização financeira nos anos noventa, como foi o caso do sudeste asiático, podem ser explicadas nos termos minskianos clássicos, em que a liberalização atua como fator de indução da euforia. Como ficou patente na análise do processo de abertura financeira destes países, a ausência do governo no funcionamento dos mercados financeiros não contribuiu para aumentar a estabilidade destes mercados, o que reforça uma participação mais ativa dos governos na implementação de regras prudenciais no sistema financeiro e a utilização de controles de capitais que regulem as entradas e saídas de recursos financeiros de acordo com os objetivos e interesses da economia doméstica.

Por fim, vale destacar o comportamento dos indicadores de vulnerabilidade externa no período pós-crise cambial. A recuperação destes indicadores evidencia mais claramente a lógica de funcionamento do fluxo de capitais, já que as variáveis que determinam este fluxo são afetadas com intensidade nestes momentos. Como salientam Paineira & Carcanholo (2004, p.19), a desvalorização cambial imposta pela crise leva, normalmente, a uma elevação do diferencial das taxas de juros interna e externa, uma queda em dólar dos preços dos ativos domésticos e uma expectativa de, pelo menos, manutenção da taxa de câmbio vigente. Estes fatores fazem com que aumente o fluxo de capital externo para o país, juntamente com o aumento das exportações líquidas, por conta, principalmente, do aumento de competitividade derivado da desvalorização da moeda nacional. No Brasil, os indicadores de fragilidade começaram a se recuperar depois da crise de 1999. Em 2003, contudo, os indicadores se tornaram ainda mais favoráveis, com o saldo em transações correntes tornando-se positivo. No caso da Argentina, o pós-crise representou não apenas a melhora da fragilidade externa, como também a retomada de crescimento depois de 4 anos de encolhimento da economia

## **2.5 – Considerações Finais**

Dentre as teorias que tratam das crises cambiais a partir de uma visão do balanço patrimonial corporativo, identificamos, na literatura econômica, duas correntes teóricas principais. A chamada *abordagem convencional* que tentam explicar a ocorrência das

crises, principalmente, a partir do (mal) funcionamento dos mercados financeiros. Não é incomum nesta abordagem a associação entre descasamento cambial e as ‘fraquezas’ da economia nacional. Goldstein & Turner (2004, p.2), sintetizam esta idéia ao afirmar que as origens dos descasamentos cambiais está nas debilitadas instituições e nas fracas políticas econômicas adotadas nos mercados emergentes, ao invés de imperfeições no mercado internacional de capitais. Por outro lado, a *abordagem alternativa*, aqui desenvolvida, parte da idéia de que crises financeiras de maneira geral, e a deterioração do balanço patrimonial das empresas, de maneira particular, estão relacionadas com a própria dinâmica da economia capitalista. Em outras palavras, o funcionamento da economia de mercado, ao produzir ciclos econômicos de crescimento e recessão, também faz com que os agentes possam adotar posturas financeiras mais ou menos sólidas, tendo em vista que correspondem a expectativas criadas no interior do próprio sistema.

Partindo desta última visão, mostramos que a liberalização financeira agrava, e muitas vezes antecipa, no ciclo econômico, a ocorrência de crises cambiais e financeiras. A abertura da economia para os mercados internacionais, ao entrelaçar as relações financeiras da economia doméstica com a exterior, aumenta os riscos que antes emanavam somente do ambiente doméstico, fazendo com que outros fatores passem a ser de fundamental importância para a evolução macroeconômica como a taxa de câmbio, os juros internacionais e o fluxo de capitais. Surgem unidades *superespeculativas*, que não apenas ficam expostas aos descasamentos de maturidade, sendo, portanto, afetada pelas taxas de juros nacionais e internacionais, mas também sofrem a exposição do impacto que as variações cambiais podem causar nos seus balanços.

No entanto, mesmo levando em conta que a liberalização financeira foi um processo presente nas economias emergentes ao longo da década de 1990, ela não foi uniforme nos países que dela participaram tendo dependido do grau da abertura financeira e do tratamento dispensado aos fluxos de capitais pela economia doméstica. Para demonstrar esta tendência, e partindo da idéia de que diferentes liberalizações podem ter diferentes impactos nas economias, analisamos a liberalização financeira de duas economias que experimentaram crises cambiais recentemente: Brasil (1999/2002) e Argentina (2002).

Apesar de ambas as economias terem sofrido as nestes anos, a economia brasileira se mostrou mais resistente aos choques externos, tendo crescido a taxas baixas, porém positivas ao longo do período. Em 1999, especialmente, o setor privado estava razoavelmente protegido da elevada desvalorização. De acordo com Goldestein & Turner (2004, p.16), isto aconteceu por conta do governo brasileiro, num esforço de demonstrar o seu comprometimento com o câmbio fixo e para fazer frente a crescente demanda por dólares, vendeu moeda estrangeira e títulos indexados ao dólar para o setor privado. Neste processo, o setor público sofreu uma elevada perda de reserva e arcou com pesados custos fiscais (quando a desvalorização do real ocorreu em janeiro de 1999), mas a economia não experimentou uma grave recessão e foi, inclusive, capaz de crescer 1% em 1999, apesar da recessão. Em 2002, da mesma maneira, a crise cambial não só não se traduziu em baixo crescimento, como ajudou a melhorar as condições externas da economia, como discutimos antes.

A política econômica na Argentina, por outro lado, não usufruía da mesma flexibilidade que a brasileira. A inflexibilidade imposta pelo *currency board* era parte de sua essência mesma. Como lembra Nogueira (2002, p.84), o que se busca neste sistema é justamente uma "camisa de força" que impeça o Estado nacional desacreditado de se valer da flexibilidade monetária e cambial para voltar a cometer abusos inflacionários. Além disso, aliada a essa inflexibilidade, a total abertura financeira da economia acabou seguindo uma trajetória de endividamento no típico sentido que Minsky quis expressar. Como vimos, a economia que possuía ativos líquidos vultuosos em moeda estrangeira e reservas que estavam aquém da capacidade de liquidar as dívidas de curto-prazo, não resistiu à desvalorização cambial brasileira de 1999, e passou a agonizar até o fim do regime, em 2002, quando então foi capaz de mudar o rumo do modelo econômico e voltar a crescer a taxas positivas.

## Capítulo 3

### **Pós-Crise Cambial em Países Emergentes: Uma Comparação dos Determinantes da Performance Macroeconômica na América Latina e na Ásia.**

#### **3.1 - Introdução**

As crises ocorridas nos países emergentes<sup>49</sup> na década 90 e nos anos 2000 reacenderam o interesse pelo estudo sobre crises cambiais<sup>50</sup>. A maioria dos estudos que se seguiram tinham como foco principal as causas da crise, não aprofundando, contudo, a questão de como as variáveis macroeconômicas se ajustavam depois da ocorrência de uma crise cambial. Alguns estudos realizados anteriormente, no entanto, reportaram como determinados indicadores macroeconômicos evoluíam antes e depois de uma crise (Aziz et alli (2000); Eichengreen et alli (1995); Frankel & Rose (1996)). Nestes estudos, porém, o principal foco da discussão estava centrado nas causas da crise, e o debate sobre os ajustamentos ocorridos depois da turbulência acabou sendo tratado apenas de maneira marginal.

Depois da crise asiática, em 1997, entretanto, alguns estudos passaram a olhar mais diretamente sobre a questão do processo de ajustamento do período pós-crise. A profundidade da crise e a rápida recuperação dos países asiáticos chamaram a atenção para a questão do que está por trás da recuperação dos países acometidos por crises cambiais. Dentre estes estudos, Bordo et alli (2000) fizeram uma investigação da duração média e da severidade das crises cambiais. Apesar da importância do estudo, os autores apenas investigam a variação no processo ao longo do tempo (nos períodos pré-1973 e pós-1973), não levando em conta a diferença existente na recuperação entre países. Em

---

<sup>49</sup> Para a definição de países emergentes ver nota 1, pág. 4.

<sup>50</sup> De acordo com Aziz et alli (2005, p.5), as crises financeiras podem ser, na verdade, agrupadas em três grandes categorias: crise cambiais, crises bancárias e/ou crise da dívida externa. Para estes autores, as crises bancárias se referem à situação em que corridas bancárias, potenciais ou de fato, induzem os bancos a suspenderem a conversibilidade interna de seus passivos, ou quando o governo é obrigado a intervir para prevenir que isto aconteça, através de uma assistência financeira de larga escala. A crise da dívida externa, por sua vez, é descrita, freqüentemente, como uma situação em que um país não pode pagar sua dívida externa, seja ela pública ou privada. A discussão sobre a definição e caracterização de crises cambiais, objeto deste estudo, será realizado no item 2 a seguir.

um outro estudo importante, Gupta et alli (2000) também tentam dar conta de como os países em desenvolvimento respondem à crises cambiais, examinando os fatores responsáveis por uma crise ser expansionista ou contracionista. Noutra análise de grande relevância, Park & Lee (2001) examinam as diferenças existentes entre os países que sofreram crises cambiais em termos da velocidade da recuperação e de alguns indicadores macroeconômicos, fazendo uma comparação destes com a recuperação asiática ocorrida nos dois anos que se seguiram à crise.

Apesar dos avanços que a literatura econômica tem apresentado no que diz respeito ao estudo do tema, as pesquisas sobre a recuperação das crises cambiais em países emergentes ainda tem deixado muito a desejar. Principalmente no que diz respeito aos países da América Latina, onde o número e a diversidade de crises cambiais não encontra relação com igual número de estudos que avalie a recuperação macroeconômica no período posterior à crise.

Neste trabalho, procuramos trazer para o centro do debate a discussão sobre os determinantes dos padrões de ajustamento macroeconômico do pós-crise cambial dos países emergentes que foram palco das principais crises cambiais na década de 90 e nos anos 2000, notadamente, os países da América Latina e da Ásia. Primeiramente, realizamos uma comparação entre as macrorregiões da América Latina e da Ásia, tendo como base de comparação os anos sem crise dos países de ambas as regiões. O período analisado inicia-se com a crise mexicana em 1994 e vai até a crise argentina em 2002. Posteriormente, realizamos uma análise mais detalhada de cada país sem, contudo, perder o foco na análise regional.

Alguns estudos mostram que a taxa de crescimento do PIB de países envolvidos em crises cambiais cai rapidamente com o surgimento da crise, para depois se recuperar no momento seguinte, mostrando um padrão de ajustamento no formato em V (Lee & Rhee (2002); Park & Lee (2001)). Nossos resultados são compatíveis com aqueles encontrados na literatura, tendo em vista que tanto a América Latina quanto a Ásia também apresentaram um padrão de recuperação no formato em V. Contudo, vale a pena ressaltar que tanto a profundidade da crise quanto o vigor da recuperação foram mais incisivos no caso da Ásia. Tal movimento foi tão acentuado, que levou Lee & Rhee

(2002) a afirmarem que, no caso da Ásia, a recuperação seria mais bem descrita por um formato em Y, ao invés do formato em V que encontramos na América Latina.

Como discutiremos na seção 3.4, dentre os fatores que podem ter contribuído para a profundidade da crise e para posterior recuperação tanto dos países latino-americanos como asiáticos podemos citar os seguintes: a origem e a natureza do choque, as condições iniciais de cada país, as políticas domésticas adotadas em resposta a crise e a evolução do ambiente externo.

A partir destes fatores, a seguinte hipótese é assumida pelo presente trabalho: países com maiores graus de abertura<sup>51</sup> experimentam crises cambiais mais severas em termos de perda do produto, mas se recuperam mais vigorosamente deste tipo de distúrbio. O principal argumento que está por trás desta idéia reside no fato de que uma economia voltada para a exportação tende a se beneficiar mais de uma desvalorização depois da crise do que ao contrário, o que leva a uma melhora na conta-corrente que, por sua vez, ajuda a restaurar a confiança dos investidores estrangeiros e a estabilidade no mercado cambial.

Nosso estudo nos leva a concluir que a demanda externa realmente exerceu um papel importante na recuperação tanto na América Latina quanto na Ásia. Contudo, por ter um setor exportador mais estruturado e uma política cambial mais ofensiva, no sentido de manter o câmbio num patamar mais desvalorizado, os países asiáticos puderam tirar maior proveito da demanda externa e apresentar uma expressiva recuperação no pós-crise cambial. Já com relação à análise individualizada por país, que nos permite pormenorizar a evolução macroeconômica de cada economia, a principal conclusão diz respeito ao fato de que a recuperação da Argentina parece se aproximar mais ao padrão asiático que propriamente do latino-americano.

Em termos da utilização de políticas econômicas na recuperação, a participação do governo se mostrou de grande relevância já um ano após a crise no caso dos países da América Latina e dois anos após a crise no dos países asiáticos. A política fiscal, aqui representada pelos gastos do governo, e a política monetária, representada pela oferta monetária (M2) e pelo crédito bancário, chegaram ao terceiro ano após a crise com taxas de crescimento acima da média dos períodos sem crise.

---

<sup>51</sup> O grau de abertura corresponde a soma das exportações e importações dividida pelo Produto Interno Bruto.

Este trabalho está organizado de forma que na próxima seção, faremos uma comparação agregada dos padrões de ajustamento às crises cambiais nos países da América Latina e da Ásia. Em especial, selecionamos os países destas duas macrorregiões a partir da concepção de crises cambiais que adotamos neste trabalho. Além disso, analisamos o comportamento de uma série de variáveis macroeconômicas que nos ajudam a compreender o compasso da recuperação do produto destas duas regiões. Na seção 3.3 fazemos algumas considerações teóricas sobre os mecanismos pelos quais uma crise cambial pode levar a uma contração do produto doméstico, bem como os canais possíveis de recuperação da economia no período posterior à crise cambial. Na seção 3.4 fazemos uma avaliação dos principais determinante da recuperação do produto no pós-crise cambial. A seção 3.5 detalha um pouco mais o processo de recuperação do produto, agora fazendo uma análise desagregada por país, sem, contudo, dissociá-los da região a que pertencem. Na seção 3.6 faz-se uma análise do papel que o regime de comércio e da administração cambial desempenharam na recuperação dos países aqui analisados. Por fim, tecemos alguns comentários finais na última seção.

## **3.2 - Padrões de ajustamento às crises cambiais: uma comparação entre os padrões da América Latina e Asiático**

### **3.2.1 - Definição de Crises Cambiais, Dados e Metodologia.**

O primeiro passo na investigação dos ajustamentos macroeconômicos pós-crise nos países atingidos por crises cambiais passa pela definição do que seja este distúrbio. Muitos métodos e indicadores têm sido utilizados para tentar definir a ocorrência de uma crise cambial num determinado ano num dado país<sup>52</sup>. Autores como Frankel & Rose (1996) e Milesi-Ferretti & Razin (1998) utilizaram a taxa de depreciação nominal do câmbio como um indicador para identificar a ocorrência da crise num dado ano. Outros autores, como Sachs, Tornell & Velasco (1996a), Radelet & Sachs (1998) e Kaminsky &

---

<sup>52</sup> Uma definição teórica dada por Krugman (1997) aponta para a questão de que a principal característica de uma crise cambial advém do fato de que as crises cambiais expressam uma certa lógica circular, na qual os investidores fogem de uma moeda porque esperam que ela se desvalorize, sendo que grande parte da pressão exercida sobre a moeda (embora não toda) vem, precisamente, da falta de confiança dos investidores.

Reinhart (1999), além da taxa nominal de depreciação do câmbio, utilizaram indicadores adicionais, como perda de reservas, aumento da taxa de juros e reversão da conta de capitais para identificar as crises, numa tentativa de associar ataques especulativos a crises cambiais.

Obviamente que cada uma das definições têm suas próprias limitações. Uma grande depreciação da moeda pode ocorrer independentemente de um ataque especulativo<sup>53</sup>. Da mesma maneira, movimentos nas reservas e na taxa de juros podem ocorrer sem que um ataque especulativo tenha entrado em curso. Mesmo a sugestão de Lee & Rhee (2000) de considerar como indicador de crise cambial o fato de um país ter iniciado um programa de estabilização do Fundo Monetário Internacional (FMI) também possui suas deficiências. Uma delas diz respeito ao fato de que grande parte dos países recebe ajuda desta instituição apenas depois que a crise já foi estabelecida. Além disso, como argumentam Przeworski e Vreeland (2000, p.390), alguns governos podem assinar um acordo com o FMI não porque precisam de um empréstimo, mas porque desejam que algumas condições sejam impostas. Neste caso, ao atar a política econômica às condições impostas pelo FMI, a estrutura política do país ficaria menos propensa a rejeitar tais propostas (propostas estas que, a princípio, seriam do governo), por conta da sinalização negativa que a rejeição do FMI representaria para credores e investidores.

Contudo, como formular uma medida mais adequada para crises cambiais não é o objetivo deste trabalho, iremos utilizar o critério convencional de depreciação da taxa de câmbio nominal. Assim como em Frankel & Rose (1996), utilizaremos o parâmetro de 25 por cento de desvalorização do câmbio nominal num dado ano para caracterizar uma crise cambial. Porém, diversamente destes autores, utilizaremos dados trimestrais para computar a variação cambial, ao invés de dados anuais. Assim, se verificarmos em quaisquer trimestres do ano que a depreciação do câmbio foi maior ou igual a 25 por cento, excedendo em 10% a taxa de crescimento do trimestre anterior, a economia será classificada como tendo sido atingida por uma crise cambial neste mesmo ano<sup>54</sup>. Além disso, o período selecionado e o nível de desvalorização correspondente dizem respeito

<sup>53</sup> Este ponto é frisado em Alves Jr., Ferrari Filho e Paula (2000, p.209), onde afirmam que apesar de crises cambiais e ataques especulativos serem utilizados como sinônimos, na realidade, um ataque especulativo contra as reservas internacionais do governo pode ou não resultar em uma crise cambial. A ocorrência da crise dependerá, em grande medida, da habilidade ou do desejo do governo de defender a moeda doméstica. Neste contexto, a crise cambial acontece porque o governo não pode mais sustentar a taxa de câmbio.

ao trimestre que houve o início da crise. Caso ocorram outras desvalorizações ao longo do mesmo ano que se enquadrem no critério estabelecido e/ou desvalorizações nos trimestres subseqüentes que extrapolem o ano inicial, consideraremos, para efeito de seleção, apenas o ano e o trimestre iniciais.

Desta forma, aplicamos o critério acima estabelecido para os países emergentes da América Latina e da Ásia<sup>55</sup> no período 1994-2002. A escolha deste intervalo de tempo tem a ver com o fato de que as principais crises cambiais e financeiras nos países emergentes ocorreram durante este período, sendo a crise mexicana, em 1994, a primeira da série que se seguiria. Além disso, utilizamos uma janela de mais ou menos dois anos para identificar uma crise independente. Ou seja, se, por exemplo, uma crise ocorrer menos de dois anos depois da crise inicial, contabilizaremos tal crise como uma crise consecutiva, mas não como uma crise independente. Foram identificadas, através deste procedimento, 13 crises cambiais nos países emergentes entre os anos de 1994 e 2002, sendo 8 relativas a países da América Latina e 5 relativas aos países asiáticos, como podemos verificar pela Tabela 3.1. Nela podemos verificar o ano, o trimestre e o nível de desvalorização ocorrido no país no trimestre em questão. Em média, cada país teve 1,6 crises por ano no período analisado.

O que chama a atenção na tabela acima é o fato de que as crises cambiais foram muito mais freqüentes na América Latina que na Ásia. Na América Latina, não só as crises ocorreram em anos variados, entre 1994 e 2002, como também foram reincidentes em países como Venezuela e Brasil. Em contraste, no caso da Ásia, a crise que se iniciou na Tailândia em meados de 1997 e se espalhou para outros países, marcou um episódio inédito na história da Ásia que não tornou a se repetir até o presente momento, sugerindo que a configuração macroeconômica dos países latinos apresentou-se mais permeável à ocorrência de crises cambiais que a dos emergentes asiáticos.

---

<sup>54</sup> Apesar de estarmos utilizando a desvalorização do câmbio como critério de crise cambial, é possível que haja um ataque especulativo com crise cambial sem que isso seja traduzido numa desvalorização cambial. Os casos da Argentina e do Brasil, em 1995, são um bom exemplo desta situação.

<sup>55</sup> Aplicamos o teste para identificação de crises cambiais a partir do critério acima definido nos seguintes países: América Latina: Argentina, Brasil, Colômbia, Chile, El Salvador, Equador, México, Venezuela e Peru; Ásia: China, Coréia, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia e Tailândia.

<b>Tabela 3.1</b>			
<b>Crises Cambiais em Países Emergentes na América Latina e na Ásia entre 1994 e 2002.</b>			
<b>América Latina</b>			
<b>Países</b>	<b>Período</b>	<b>Nível de Desvalorização</b>	
Argentina	2002	1º Trimestre	195,10%
Brasil	1999	1º Trimestre	42,50%
Brasil	2002	3º Trimestre	36,90%
Equador	1999	1º Trimestre	47,50%
México	1994	4º Trimestre	56,40%
Venezuela	1994	2º Trimestre	72,90%
Venezuela	1996	2º Trimestre	61,70%
Venezuela	2002	2º Trimestre	47,70%
<b>Ásia</b>			
<b>Países</b>	<b>Período</b>	<b>Nível de Desvalorização</b>	
Coréia	1997	4º Trimestre	85,30%
Filipinas	1997	3º Trimestre	28,40%
Indonésia	1997	3º Trimestre	33,70%
Malásia	1997	3º Trimestre	26,50%
Tailândia	1997	3º Trimestre	41,60%
Fonte: FMI, <i>IFS online</i> . Elaboração Própria.			

Com relação à base de dados utilizada neste trabalho, os dados foram extraídos do Banco Mundial (*World Development Indicator*), do Fundo Monetário Internacional (International Financial Statistics – IFS e World Economic Outlook -WEO), do Anuário Estatístico da CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina, do Banco de Desenvolvimento Asiático (Asian Development Bank), da base de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEADATA, e da base de dados do *Economist Intelligence Unit* – The Economist. Os bancos centrais de alguns países também serviram como fonte de dados, e serão devidamente citados sempre que pertinente.

### 3.2.2 - Ajustes Macroeconômicos no Pós-Crise Cambial

A partir da definição de crise cambial que estabelecemos acima, passamos a investigar como que as economias atingidas pelas crises se comportaram nos três anos

imediatamente anteriores (de  $t-3$  a  $t-1$ ) e posteriores às crises (de  $t+1$  a  $t+3$ ). Primeiramente fazemos uma análise dos movimentos da taxa real de crescimento do Produto Interno Bruto – PIB e, a partir daí, analisamos a evolução dos componentes do gasto do PIB, além de investigar o comportamento das principais variáveis de política macroeconômica nos três anos anteriores e posteriores à crise. Para efeitos comparativos, nós incluímos uma linha reta nos gráficos, referente à média da variável nos anos sem crise. Para efeitos desta seção, os períodos de calmaria são todos os anos entre 1994 e 2005 sem crise, exceto os anos de crise e os dois anos antes e depois da crise. Esta forma de abordagem tem sido amplamente utilizada na literatura em diversos estudos sobre crises cambiais [ver, por exemplo, Eichengreen et alli (1995); Frankel & Rose (1996); Aziz et alli (2000); Hong & Tornell (2005); Park & Lee (2001)].

### 3.2.2.1 – O Comportamento do PIB Real

O Gráfico 3.1 nos mostra o movimento da taxa de crescimento média do PIB real durante os três anos antes e depois da ocorrência da crise cambial nos países da América Latina e Ásia. A primeira questão que o gráfico suscita diz respeito ao padrão de recuperação apresentado por ambos grupos de países. O padrão de recuperação no formato em “V” parece explicar o ritmo de recuperação do crescimento do produto tanto na América Latina quanto na Ásia, apesar da profundidade na queda do crescimento neste último grupo ter sido muito mais acentuada que no caso da América Latina. Além disso, o vale da crise para os países latino-americanos ocorreu, de maneira geral, no ano da crise cambial, enquanto que, no caso dos asiáticos, o momento da crise ocorreu um ano após o início do distúrbio. Para os primeiros, no ano da crise, o produto apresentou uma queda de  $-2,7\%$ , enquanto para o segundo grupo, a queda no crescimento do produto foi de quase  $-8,0\%$ , no ano seguinte ao início da crise.

Uma hipótese interessante proposta por Radelet & Sachs (1998) acerca do ritmo de recuperação de uma crise cambial faz uma distinção entre as crises causadas por falta de liquidez e por insolvência<sup>56</sup>. No caso das crises causadas por insolvência, é possível

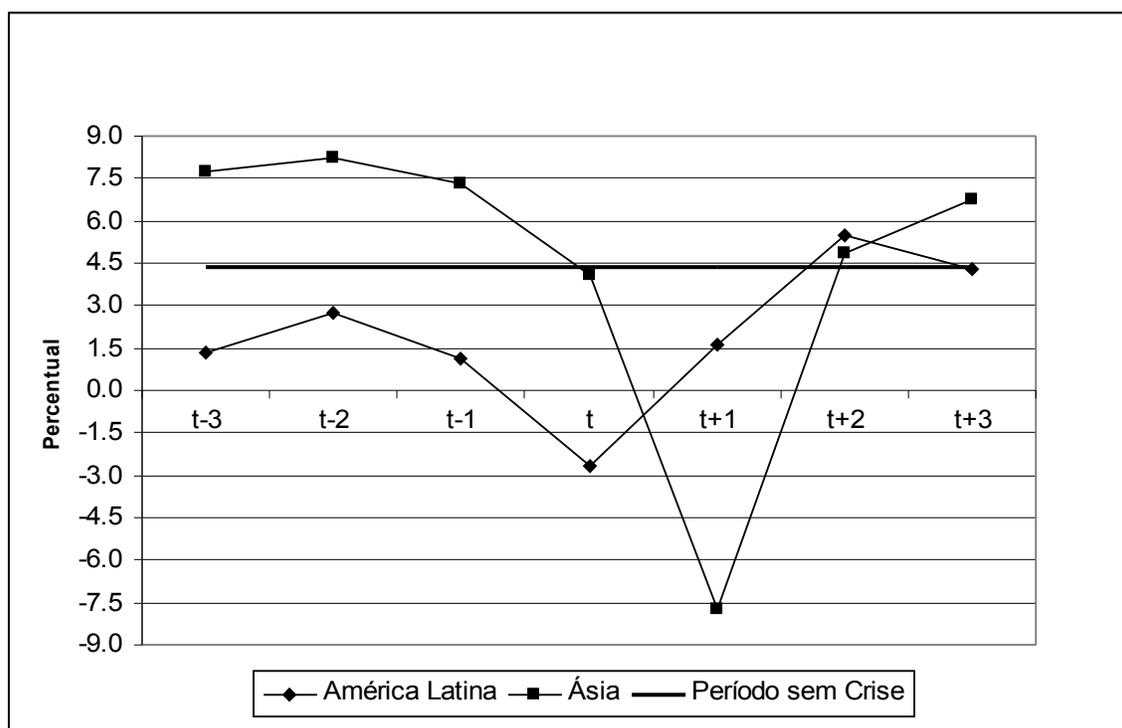
---

<sup>56</sup> De acordo com Radelet & Sachs (1998), um devedor insolvente seria aquele que, em termos líquidos, não possui recursos para pagar suas dívidas, mesmo levando em conta ganhos futuros. Já um devedor ilíquido não possui recursos imediatos para honrar seus débitos correntes, embora possua, em termos líquidos, os

verificar um *boom* no investimento e no crédito no período pré-crise, o que explicaria uma expansão dos investimentos mais arriscados, fazendo com que houvesse um aumento na ineficiência na tomada de decisões de investimento e na dívida do setor corporativo. Isto traria como consequência uma quantidade maior de *non-performing loans* (empréstimos não pagos) e uma recessão mais duradoura. Neste caso, de acordo com eles, teríamos uma crise mais duradoura, com uma recuperação do produto mais lenta, sendo expressa, graficamente, através de uma curva de crescimento em formato de U.

### Gráfico 3.1

#### Taxa de Crescimento do PIB Real – América Latina e Ásia.



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook databases*.

No caso da iliquidez, a crise cambial pode ser causada pelo fato de que algum fator tenha disparado uma fuga dos investidores. Como apontam Hong & Tornell (2005, p.81), espera-se que o impacto da crise causada pela falta de liquidez seja de menor duração do que aquele causado pela insolvência. Como este tipo de crise resulta de uma recursos necessários para honrar suas dívidas no longo prazo.

falha de coordenação entre os investidores, a economia sob ataque pode começar a se recuperar tão logo a confiança dos investidores se restabeleça. Neste caso, a economia experimenta um declínio acentuado na taxa de crescimento no ano da crise ou no ano imediatamente posterior, e uma taxa de crescimento elevada no período  $t+1$  ou  $t+2$ , de acordo com o caso em questão. Tal situação caracterizaria uma típica recuperação do crescimento do produto no formato em V. Ou seja, uma circunstância caracterizada por uma recessão profunda, seguida de uma rápida recuperação no crescimento.

A princípio, seguindo a hipótese dos autores supracitados, pelo padrão de recuperação em V apresentado pelas duas regiões, poderíamos caracterizar as crises na América Latina e Ásia como sendo típicas crises de liquidez. Contudo, neste caso, além das generalizações serem perigosas e suprimir diferenças importantes entre os países, seria necessária uma análise mais detalhada dos indicadores para chegarmos a essa conclusão.

Além do padrão de recuperação no formato em V nas duas regiões, um outro elemento presente no gráfico que chama a atenção é o comportamento das taxas de crescimento do produto no período pré-crise. Podemos perceber um declínio das taxas de crescimento nos períodos anteriores à incidência da crise. Na América Latina o produto passa de uma taxa de 2,8% em  $t-2$  para cerca de 1% em  $t-1$ . Da mesma maneira, a taxa de crescimento média dos países asiáticos declina de 8,2% em  $t-2$  para 4,1% no ano da crise. Tal declínio é uma indicação de que as condições econômicas nestes países vão se deteriorando gradativamente, culminando com a erupção da crise.

Uma característica presente na evolução da taxa de crescimento dos dois grupos analisados diz respeito à rapidez com o crescimento volta aos níveis do período sem crise. Tanto na América Latina quanto na Ásia, dois anos após a incidência da crise o crescimento do produto se encontrava em níveis que ultrapassavam a média do crescimento nos anos de tranquilidade, em torno de 3,4%. Este resultado é consistente com outros estudos realizados na literatura acerca do assunto. Park & Lee (2001), Hong & Tornell (2005) e Bordo et alli (2000) também verificam que os países que experimentaram crises cambiais levaram menos de 3 anos para retornar à média de crescimento dos períodos de tranquilidade. Adicionalmente, Barro (2001) verificou que o impacto de uma crise cambial sobre o crescimento do PIB não dura mais do que 5 anos.

### 3.2.2.2 – A Evolução dos Componentes do Gasto do PIB.

Uma das maneiras de investigar a evolução do comportamento do PIB nos anos da crise é através da sua desagregação pela ótica do gasto. Para tanto, o Gráfico 3.2 mostra a evolução dos componentes do PIB por esta ótica durante os três anos anteriores e posteriores a ocorrência da crise.

O consumo como proporção do PIB pode ser visto no gráfico 3.2.1. Na Ásia, o consumo demonstra uma relativa estabilidade, principalmente no período pré-crise, indicando que o consumo apresenta um movimento muito próximo do PIB nesses países. Os países latino-americanos, diversamente, apresentam uma queda bastante acentuada no nível de consumo, tendência que se mantém, inclusive, nos anos subsequentes à crise, chegando mesmo a cair abaixo da média do período sem crise. Isto indica que, para esses países, mesmo a recuperação do crescimento do produto não foi capaz de ter um efeito positivo sobre consumo, que passou de uma média de 66% do PIB no período pré-crise, para cerca de 58% do PIB três anos depois da crise.

Os países da Ásia atingidos pela crise sofreram uma contração severa no nível de investimentos, como podemos verificar pelo gráfico 3.2.2. Nestes países o investimento experimentou uma contração de mais de dez pontos percentuais com relação ao período pré-crise, evidenciando que a intensidade da crise provocou uma reversão acentuada das expectativas empresariais. Surpreendentemente, o investimento na América Latina demonstrou uma relativa estabilidade ao longo do período, com exceção de uma suave redução no ano da crise. Apesar disso, a taxa de investimento nesses países permaneceu abaixo da média da taxa de investimento relativa aos anos sem crise.

Como pudemos perceber a partir das informações acima, a demanda interna, representada pelo consumo e pelo investimento, não parece ter sido o motor dinâmico da recuperação das economias asiáticas e latino-americanas, já que ou experimentou uma queda acentuada, ou se manteve relativamente estável no período pós-crise. Em acentuado contraste, a demanda por exportações apresentou uma rápida recuperação no período pós-crise, como podemos verificar pela análise dos gráficos 3.2.3 e 3.2.4, que nos informam a taxa de crescimento real das exportações e as exportações como

proporção do PIB, respectivamente. A taxa de crescimento das exportações oscilou bastante para os países asiáticos, apesar de ter sido sempre positiva. Mesmo depois de declinar abaixo da média do período sem crise e atingir o mais baixo crescimento no período dois anos depois da crise, cerca de 1,7%, a taxa de crescimento das exportações dos países asiáticos atingiu um patamar de crescimento de quase 20% três anos após a crise. Os países latino-americanos, que apresentaram taxas de crescimento bem mais modestas comparadas as dos asiáticos, rapidamente atingiram taxas semelhantes às aquelas auferidas no período sem crise, em torno de 7,5%.

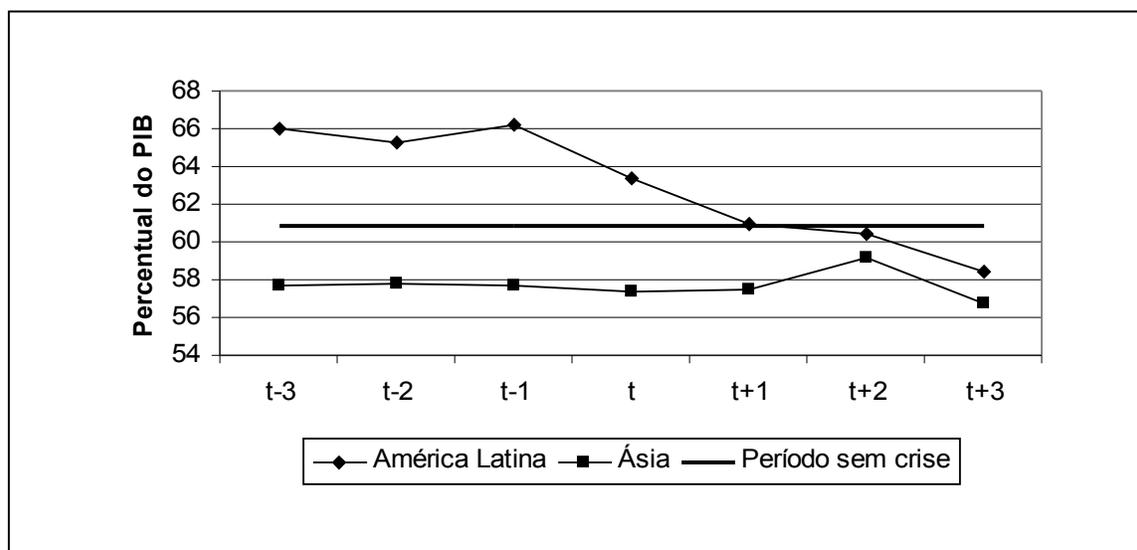
Taxas de crescimento positivas e elevadas fizeram com que a demanda externa tivesse um papel determinante na recuperação do crescimento dessas economias. A proporção das exportações no produto interno bruto reportada no gráfico 3.2.4 confirma esta afirmação. As exportações asiáticas passaram de uma participação de cerca de 45% em média no período pré-crise, para cerca de 64% em média no período posterior ao ano da crise, enquanto que na América Latina este aumento foi de uma média de 20% no período pré-crise para cerca de 25% no período pós-crise. Ou seja, a elevada desvalorização da moeda provocada pela crise cambial fez com que a proporção das exportações no produto no período pré-crise se mantivesse permanentemente acima do período pré-crise para os dois grupos de países.

Se por um lado as exportações foram beneficiadas pelo elevado nível de desvalorização cambial, por outro, a desvalorização fez com que o crescimento das importações apresentasse uma contração bastante acentuada nos momentos iniciais da crise. No gráfico 2.2.5, que mostra a taxa de crescimento real das importações, podemos verificar que o crescimento foi de cerca de -18% na América Latina no ano da crise e de -16,5% na Ásia um ano após a crise. Apesar da forte contração inicial, o crescimento das importações apresentou uma recuperação rápida e vigorosa para os países latino-americanos, tendo voltado ao patamar de crescimento do período sem crise um ano após a crise. No caso dos países asiáticos, a recuperação para a média do período sem crise não aconteceu antes do terceiro ano.

## Gráfico 3.2

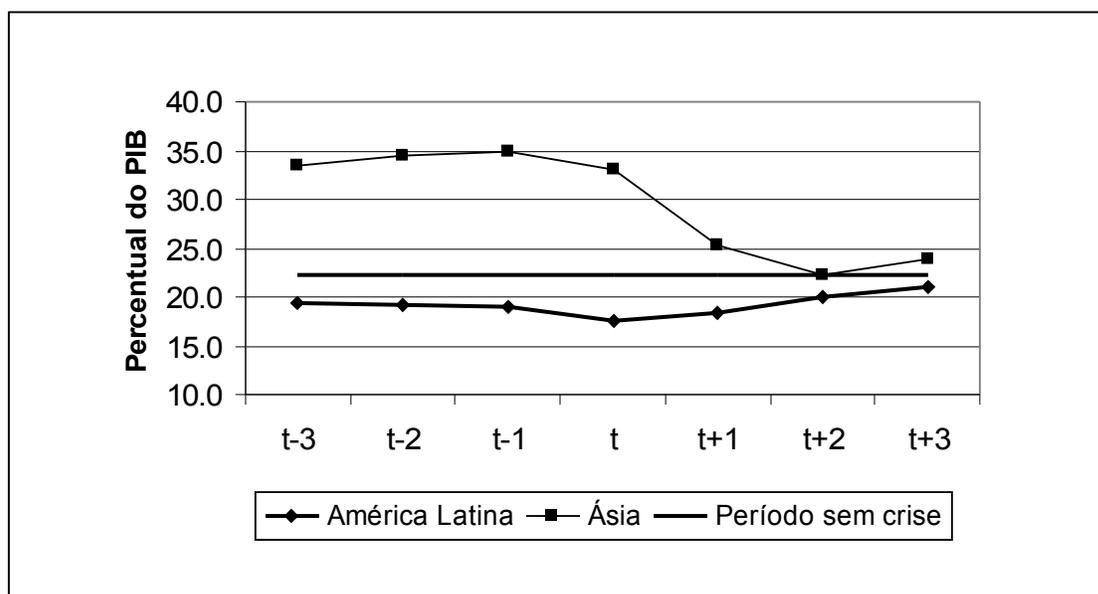
### Evolução dos Componentes do PIB pela ótica do Dispêndio Durante os anos de Crise – América Latina e Ásia

Gráfico 3.2.1 – Consumo Privado como Proporção do PIB.



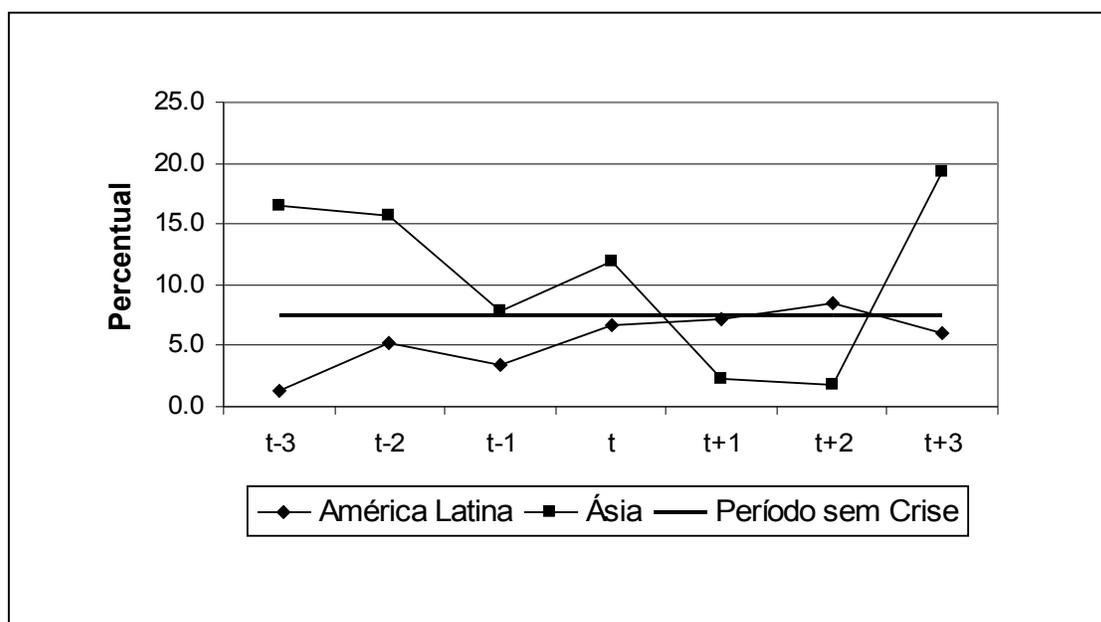
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.2.2 – Taxa de Investimento



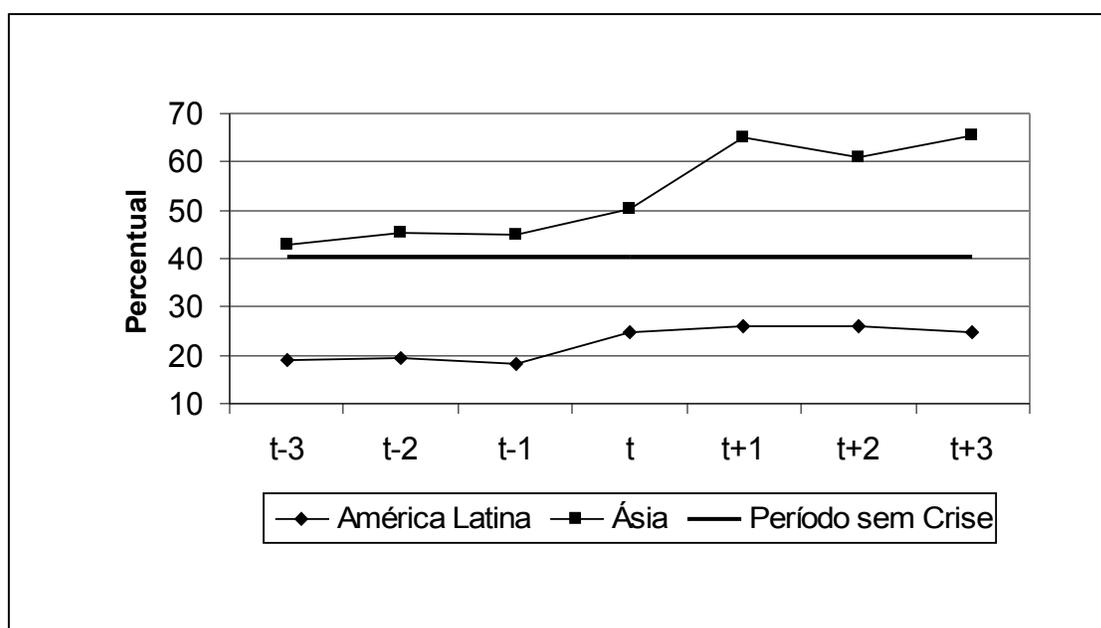
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.2.3 – Taxa de Crescimento Real das Exportações



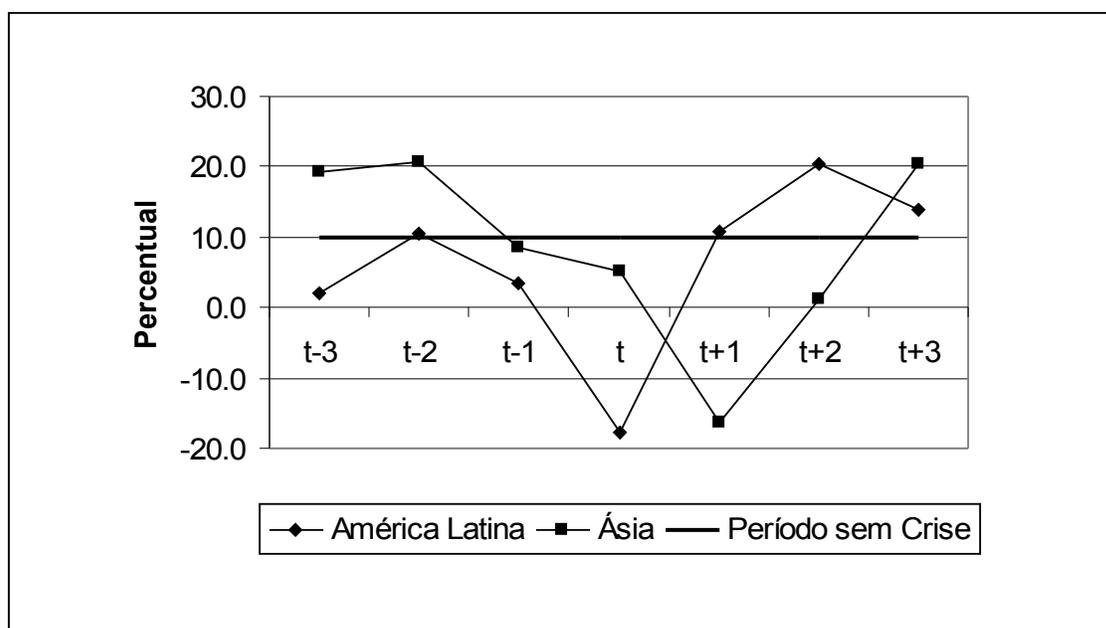
Fonte: Asian Development Bank (ADB - Key Indicators), CEPAL – Anuário Estatístico e IPEADATA.

Gráfico 3.2.4 – Exportações como Proporção do PIB



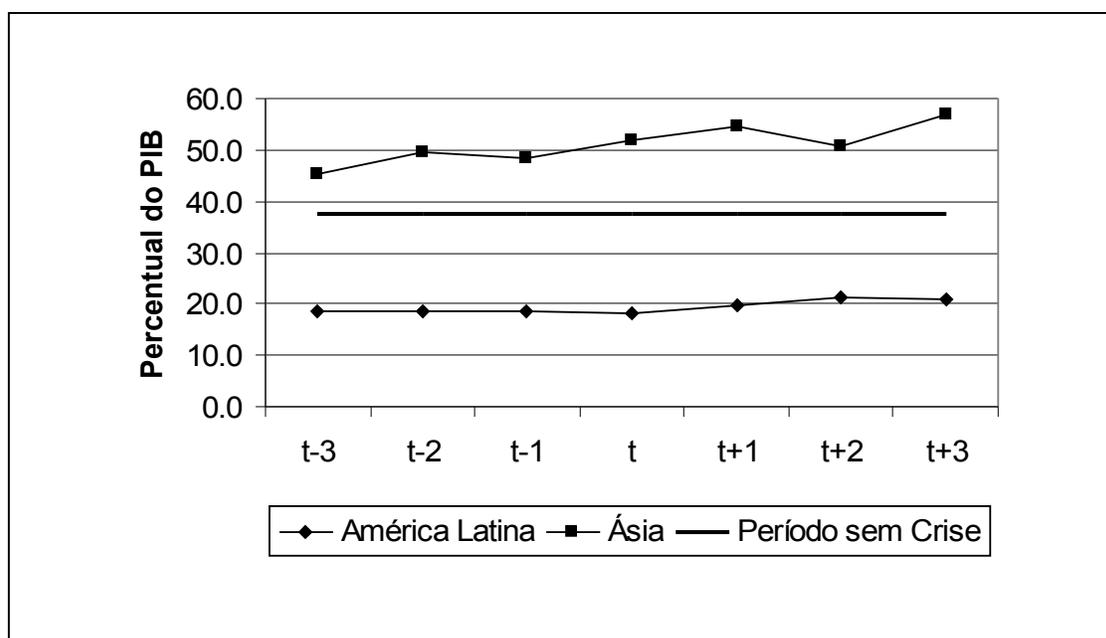
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.2.5 – Taxa de Crescimento Real das Importações



Fonte: Asian Development Bank (ADB - Key Indicators), CEPAL – Anuário Estatístico e IPEADATA.

Gráfico 3.2.6 – Importações como Proporção do PIB



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Se a desvalorização afetou a taxa de crescimento das importações desses países, o impacto na participação das importações sobre o PIB foi muito menor. No caso da América Latina ela se manteve bastante estável, em torno dos 20%, como podemos verificar pelo gráfico 3.2.6. No caso dos países asiáticos houve um pequeno aumento da média da participação das importações sobre o PIB no período pós-crise com relação ao período pré-crise, cerca de 6%. A partir das análises do crescimento das exportações e importações e das participações destas no produto interno bruto podemos perceber que a balança comercial apresentou uma melhora bastante rápida depois da crise em ambos os grupos, o que nos indica que as exportações líquidas tiveram uma participação decisiva na recuperação do produto no pós-crise desses países.

### **3.2.2.3 – Os Indicadores de Política Macroeconômica**

Nesta seção analisaremos a evolução de alguns indicadores de política macroeconômica que podem ser de essencial relevância para a análise da recuperação do produto no período pós-crise. Em especial, utilizaremos o consumo público como um indicador de política fiscal e o crescimento da oferta monetária e o comportamento do crédito bancário como indicadores de política monetária.

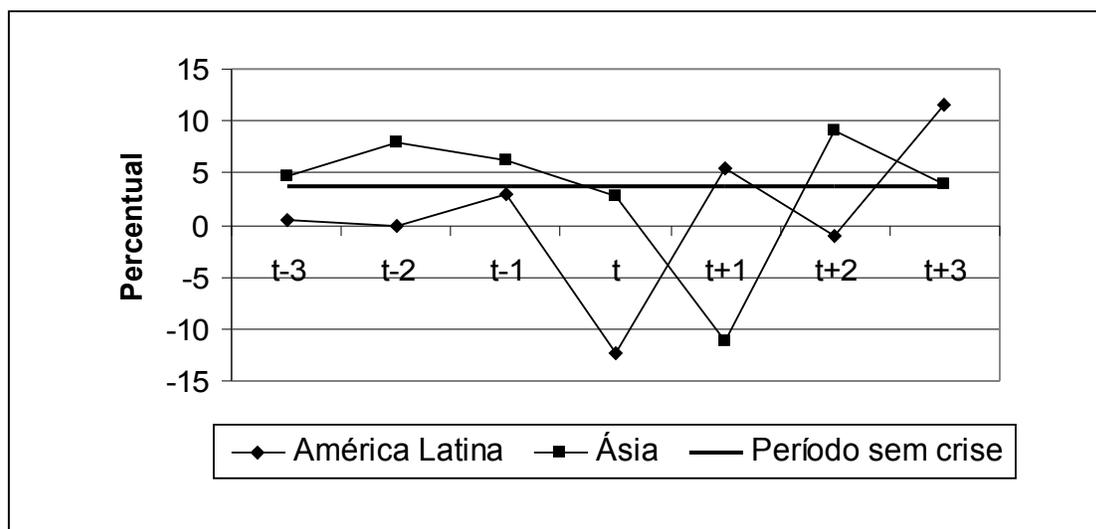
No caso da política fiscal, os indicadores apresentados pelos gráficos 3.3.1 e 3.3.2 nos mostram a taxa de crescimento real dos gastos do governo e a proporção do consumo do governo com relação ao PIB, respectivamente. No primeiro caso, podemos observar uma forte contração do crescimento dos gastos públicos no ano da crise, no caso da América Latina, e no ano seguinte, no caso da Ásia. Contudo, para ambos os grupos, o crescimento é retomado no ano imediatamente seguinte à contração, o que pode ser uma indicação de que a política fiscal foi um recurso utilizado por estes países para combater a crise cambial.

Apesar do crescimento dos gastos públicos, a relação gastos do governo/PIB manteve uma relativa estabilidade, principalmente em relação aos países asiáticos, que mantiveram uma média em torno de 10,5 por cento do PIB nos anos anteriores e posteriores à crise. Já os países latino-americanos, que possuem uma participação dos

### Gráfico 3.3

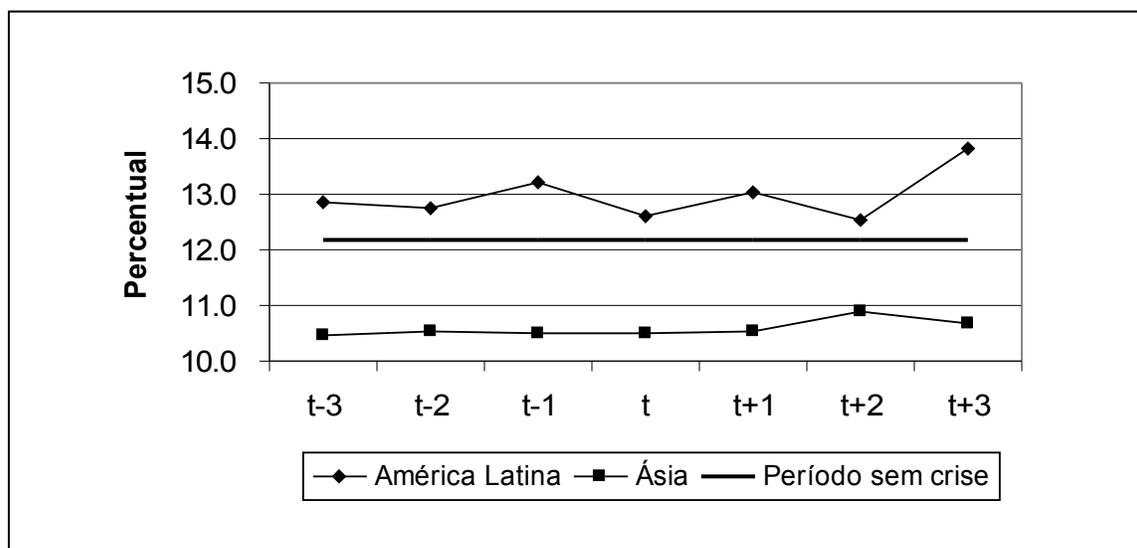
#### Indicadores de Política Macroeconômica nos Anos da Crise

Gráfico 3.3.1 – Taxa de Crescimento Real do Consumo do Governo – América Latina e Ásia



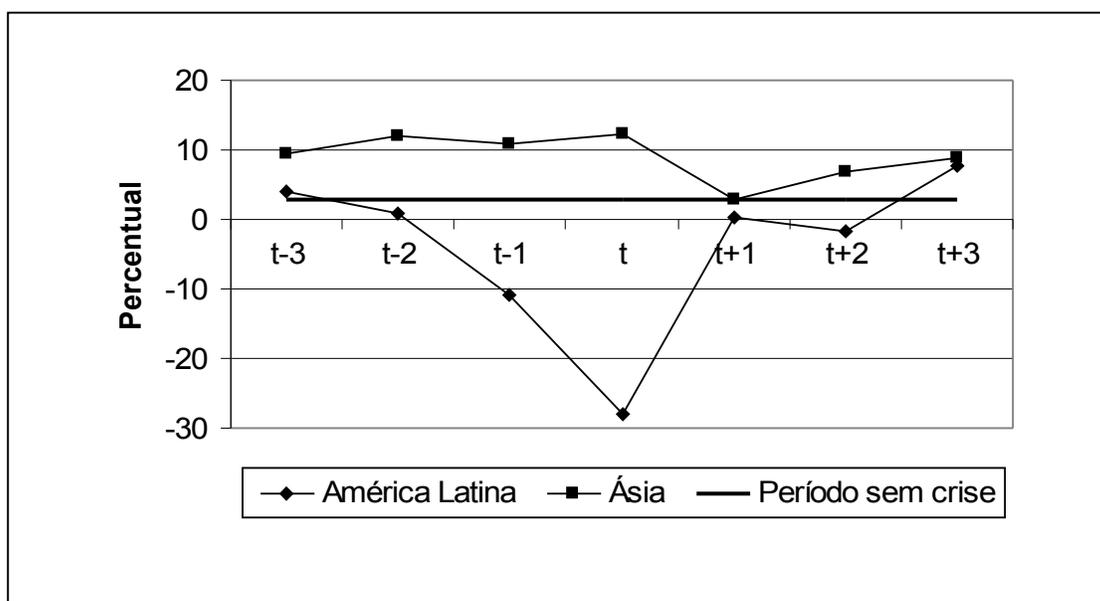
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.3.2 – Consumo do Governo como Proporção do PIB – América Latina e Ásia.



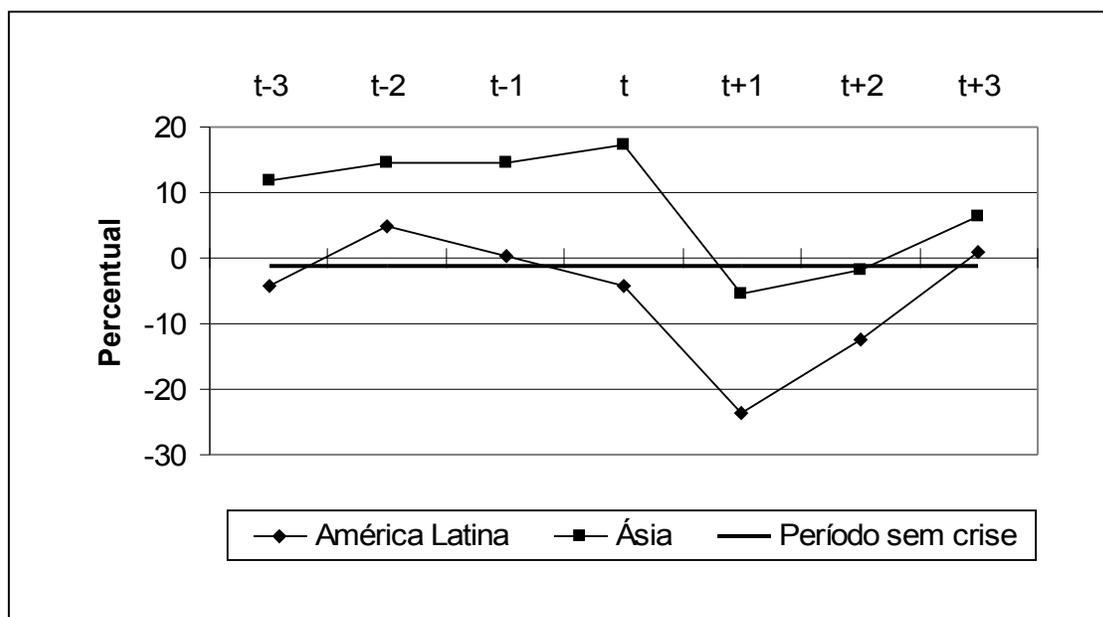
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.3.3 – Taxa de Crescimento Real da Oferta Monetária (M2)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

Gráfico 3.3.4 – Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário Doméstico – América Latina e Ásia



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *International Financial Statistics*.

gastos do governo/PIB um pouco mais elevada, em torno de 13%, houve um pouco mais de oscilação desta relação, atingindo, no ano  $t+3$ , uma média em torno de 14%.

Se por um lado a América Latina e a Ásia parecem apresentar um padrão de política fiscal semelhante nos anos analisados, o mesmo não pode ser dito com relação à política monetária. O Gráfico 2.3.3 nos mostra que a oferta real de moeda para os países latino-americanos apresentou uma contração extremamente elevada se comparada com os países da Ásia e com a média dos períodos sem crise. Como podemos observar, a contração da taxa de crescimento da oferta monetária real no ano da crise na América Latina chegou a quase 30%, e somente atingiu o nível de crescimento do período sem crise no terceiro ano posterior ao início da crise. A média de crescimento da oferta monetária na Ásia, apesar de ter experimentado uma contração um ano após a crise, não apresentou nem crescimento negativo nos anos analisados, nem cresceu abaixo da média do período sem crise, uma diferença marcante com a América Latina. No terceiro ano após a crise, contudo, o crescimento de ambos os grupos convergiu para uma média em torno de 8%.

Um dos desdobramentos perigosos de uma crise cambial é que esta pode se transformar numa crise bancária<sup>57</sup>. Conforme os empréstimos internacionais experimentam uma contração repentina por conta da crise cambial, um setor bancário enfraquecido não será capaz de desempenhar apropriadamente seu papel de intermediação. Neste caso, o crédito bancário experimenta uma redução considerável. Nos casos da América Latina e Ásia, podemos perceber que ocorre uma contração bastante acentuada do crédito bancário doméstico. Com relação à América Latina, novamente, o declínio do crédito bancário tem início dois anos antes do início da crise cambial, e atinge o seu nível mais baixo no ano seguinte à crise, chegando a contrair cerca de 25%. A recuperação, contudo, inicia-se no segundo ano após a crise, e no terceiro ano o crescimento do crédito bancário na América Latina volta aos níveis do período sem crise. Os países asiáticos, por sua vez, também experimentam uma forte contração do crédito bancário, quando comparado ao nível de crescimento desta variável

<sup>57</sup> Kaminsky & Reinhart (1999, p.474) afirmam que, apesar de crises de balanço de pagamentos serem geralmente precedidas por crises bancárias, a questão de qual crise vem primeiro é apenas um elemento que depende das circunstâncias, já que tais crises compartilham uma série de causas em comum. Contudo, o colapso da moeda aprofunda ainda mais uma eventual crise bancária, fazendo com que o processo entre num verdadeiro círculo vicioso.

nos anos anteriores à crise, cerca de 15%. Um ano após a crise, contudo, a contração do crescimento do crédito chega a 5%, se recuperando aos níveis do período sem crise já no ano  $t+2$ , um ano antes dos países latino-americanos. Contudo, apesar de voltar a crescer a taxas acima do período sem crise, os asiáticos não experimentaram crescimento no crédito bancário comparável aos níveis dos anos anteriores à crise cambial.

Vale a pena notar que as políticas monetária e fiscal contracionistas acima apresentadas, em maior ou menor grau, tem a ver com os acordos firmados com esses países e o Fundo Monetário Internacional. Como sabemos, a maior parte destes países, com raras exceções, onde a Malásia é a principal delas, fecharam acordos de ajuda financeira com o FMI, que vêm acompanhados de políticas econômicas restritivas, expressas em políticas monetária e fiscal austeras, liberalização financeira, elevação da taxa de juros e, obviamente, o pagamento dos empréstimos concedidos adicionados dos pesados juros cobrados por esta e outras instituições internacionais envolvidas, como o Banco Mundial e outros bancos de desenvolvimento multilaterais. Park & Lee (2001, p. 10-11), ao analisar a recuperação de países envolvidos em crises cambiais, separando-os em países que recorreram a acordos com o FMI e países que não recorreram a acordos com esta instituição, concluíram que as políticas macroeconômicas nos países com o programa do FMI foram muito mais contracionistas que as dos países não utilizaram o programa. Apesar disso, os autores não conseguiram explicar a recuperação mais rápida dos países com o programa comparados aqueles que não recorreram ao programa.

### **3.3 - Algumas Considerações Teóricas sobre Crise Cambial e Recuperação do Produto.**

Nesta seção, iremos discutir os principais mecanismos pelos quais uma crise cambial pode levar a uma contração do produto doméstico e os canais possíveis de recuperação no período posterior à crise cambial, sob um ponto de vista teórico.

Partimos da idéia de que a desvalorização cambial, por si mesma, não precisa ser, necessariamente, contracionista. Na verdade, de maneira geral, a literatura econômica aponta no caminho oposto, já que a desvalorização aumenta as exportações líquidas, se a

condição Marshall-Lerner<sup>58</sup> for válida, e este aumento, por sua vez, leva ao crescimento do produto agregado. Contudo, as experiências com crises cambiais mostram que nem sempre isto acontece, mesmo quando a condição Marshall-Lerner é atendida. Para demonstrarmos como isso pode acontecer lançaremos mão de uma versão do modelo Mundell-Fleming similar ao adotado por Krugman (1999a). Este é um modelo para uma pequena economia aberta com uma curva de oferta agregada perfeitamente elástica (os preços são dados como constantes) e imperfeita mobilidade de capital<sup>59</sup> (as taxas de juros domésticas e internacionais podem diferir).

(1)  $Y = C(Y) + I(i, i^*, eP^*/P, Y) + G + T(eP^*/P, Y, Y^*)$ , onde teríamos as seguintes relações:  $C_Y > 0$ ,  $I_i < 0$ ,  $I_{i^*} < 0$ ,  $I_e < 0$ ,  $I_Y > 0$ ,  $T_e > 0$ ,  $T_Y < 0$ ,  $T_{Y^*} > 0$ ;

(2)  $M/P = L(Y, i)$ , onde  $L_Y > 0$ ,  $L_i < 0$ ;

(3)  $B = T(eP^*/P, Y, Y^*) + K(i, i^*, eP^*/P)$ , onde  $K_e < 0$ ,  $K_i > 0$ ,  $K_{i^*} < 0$ .

Onde as variáveis acima são:

$Y$  ( $Y^*$ ): produto doméstico (externo) real;

$C$ : Consumo Privado;

$I$ : Investimento;

$i$  ( $i^*$ ): taxa de juros doméstica (internacional);

$e$ : taxa de câmbio nominal;

$P$  ( $P^*$ ): preço do produto doméstico (externo);

$G$ : gasto do governo;

$T$ : exportações líquidas;

$M$ : oferta de moeda;

$L$ : demanda real de moeda;

<sup>58</sup> A condição Marshall-Lerner chama a atenção para o fato de que uma desvalorização da moeda somente terá efeito positivo sobre as exportações líquidas se a soma da elasticidade preço da demanda por exportações ( $\eta^*$ ) e elasticidade preço da demanda por importações ( $\eta$ ) forem maiores que a unidade ( $\eta^* + \eta > 1$ ). A idéia é eliminar o efeito ambíguo que a desvalorização pode ter, já que uma desvalorização real da moeda aumenta o valor a ser pago por unidade de importados. Muito embora as importações físicas declinem, o custo total de importados em termos da quantidade de bens domésticos que tem que ser pago por eles pode aumentar. Este aumento pode mais do que compensar o aumento no volume de exportações e piorar, ao invés de melhorar, as exportações líquidas. A condição Marshall-Lerner garante, contudo, que a desvalorização exerça um efeito positivo sobre as exportações líquidas, levando a uma melhora no saldo da balança comercial.

<sup>59</sup> Krugman (1999b) assume perfeita mobilidade de capital, de forma que a equação (3) que aqui apresentamos seria substituída por  $i = i^*$ .

B: balanço de pagamentos;  
K: conta de capital.

O equilíbrio no mercado de bens é dado pela equação (1). O produto doméstico real é a soma do consumo, do investimento, dos gastos do governo e das exportações líquidas. A introdução da taxa de câmbio real ( $eP/P^*$ ) na equação de investimento indica o efeito que pode ocorrer no balanço patrimonial das empresas<sup>60</sup>. Suponha que muitas firmas estão altamente alavancadas, e que uma grande parte das suas dívidas estão denominadas em moeda estrangeira. Além disso, sob determinadas circunstâncias seus investimentos são limitados pelo seu balanço patrimonial. Neste caso, a demanda doméstica passa a depender diretamente da taxa de câmbio real, como vemos em (1). Quando os preços são dados como constantes no curto-prazo, uma elevada desvalorização cambial pode causar uma queda na demanda doméstica. Isto pode acontecer por conta de uma forte contração nos investimentos que mais do que compense o aumento nas exportações líquidas depois de uma desvalorização do câmbio. Já a equação (2) representa as típicas condições de equilíbrio no mercado monetário, enquanto que a equação (3) é a equação do balanço de pagamento. Novamente, a introdução da taxa de câmbio real em K introduz a possibilidade do efeito sobre o balanço corporativo. Se este efeito for muito grande, a desvalorização pode levar a uma deterioração do balanço de pagamentos. Para simplificar ainda mais o modelo, vamos assumir que toda a entrada de capitais é direcionada para o investimento, embora uma parte do investimento seja financiada por recursos domésticos. Desta maneira, qualquer saída de capital que ocorra implica uma redução no investimento no mesmo montante.

A partir das equações acima, a economia pode ser descrita através das figuras de 3.1 a 3.4. Como sabemos, a IS representa o equilíbrio no mercado de bens, a LM representa o equilíbrio no mercado monetário e a curva BP representa os pontos em que saldo do balanço de pagamentos é igual a zero, indicando o equilíbrio no mercado de divisas. Quando se assume uma curva BP horizontal, isto indica que existe perfeita mobilidade de capital, enquanto que quando ela é assumida vertical, não existe qualquer mobilidade de capital. No nosso caso, assumimos que a curva BP possua alguma

---

<sup>60</sup> O Efeito no balanço corporativo de uma crise financeira foi originalmente modelado por Bernanke & Gertler (1989).

inclinação, sendo menos inclinada que a curva LM, o que indica que existe uma mobilidade imperfeita de capitais, e que, além disso, para uma dada taxa de juros, os fluxos de capitais são mais elásticos que a demanda por moeda.

Na figura 3.1 a economia se encontra em equilíbrio no ponto A. Assumimos que o câmbio seja fixo nesta economia. Na figura 3.2, esboçamos a situação depois de um choque. O choque pode ter deslocado a curva IS para a esquerda e para baixo, ou a curva LM para a direita e para baixo ou a curva BP para cima e para a esquerda, ou alguma combinação de ambos. O que importa, contudo, é que o equilíbrio interno da economia passou a ser o ponto B, onde aparece um déficit no balanço de pagamentos. Quando a pressão do balanço de pagamentos é muito grande, a taxa de câmbio é desvalorizada. Tal desvalorização fará com que haja um deslocamento das curvas IS e BP. O mais importante, neste caso, é a direção do deslocamento dessas curvas. Se o efeito do balanço patrimonial for insignificante, como mostrado na figura 3.3, ambas as curvas se moverão para a direita, para IS' e BP', até que se restabeleça um novo equilíbrio no ponto C. Neste caso, tanto a taxa de juros quanto o nível de produto da economia se estabelecem num patamar maior que o anterior.

Contudo, se o efeito da desvalorização sobre o balanço patrimonial das empresas é expressivo, tanto a curva IS quanto a curva BP irão se contrair, passando, respectivamente, para IS'' e BP'', como podemos observar através da figura 3.4. O deslocamento da curva BP para cima e para a direita parece inequívoco, já que tomamos por hipótese que toda a conta de capital em (3) é direcionada para investimento em (1). Desta forma, se a IS se desloca para a esquerda e para baixo, a curva BP se desloca para cima e para a esquerda. Assim, após a desvalorização, o equilíbrio interno da economia acontece no ponto D, onde IS'' e LM se encontram. Em D, ainda existe uma forte pressão sobre o balanço de pagamentos em direção a uma maior desvalorização cambial, e maiores desvalorizações podem resultar em maiores perdas de produto. Neste caso, de acordo com Krugman (1999a, p.4), o receituário do FMI de sugerir políticas monetárias restritivas como forma de evitar desvalorizações cambiais mais profundas encontra justificativa. Uma política monetária contracionista deslocaria a curva LM para LM', até que o equilíbrio interno e externo se reconfigurasse no ponto E. Neste ponto, a perda de produto é maior do que em D, mas é um equilíbrio que evita maiores turbulências no

mercado cambial, prevenindo perdas ainda maiores no produto. Ainda de acordo com Krugman (1999a), uma vez que esta política de suporte ao mercado cambial se estabeleça e os investidores tenham confiança de que não haverá mais uma desvalorização profunda da taxa de câmbio, a contração monetária pode ser relaxada.

Portanto, quando uma crise cambial toma lugar com uma desvalorização (ou depreciação, no caso do câmbio flexível) elevada e repentina da taxa de câmbio, ambas as situações descritas pelas figuras 3.3 e 3.4 podem ocorrer. Novamente, se os efeitos sobre o balanço patrimonial são desprezíveis, caso da Figura 3.3, a recuperação de uma crise pode ser relativamente fácil. Na verdade, a desvalorização pode ser, em si mesma, uma resposta positiva para a recuperação econômica. Entretanto, se o efeito sobre o balanço patrimonial for expressivo e a desvalorização significar uma piora da situação econômica, como no caso da figura 3.4, a perda do produto pode ser bastante significativa e a recuperação uma tarefa mais difícil e demorada.

A desvalorização contracionista pode ser explicada mais claramente com uma equação adicional sugerida por Krugman (1999b). A equação (4) impõe uma restrição ao financiamento do investimento. De acordo com o autor, a idéia central é que a habilidade dos empresários em investir está limitada pela riqueza que possuem. Esta restrição é imposta pelos emprestadores, que impõem limites para a alavancagem das empresas, o que faz com que os empresários possam pegar emprestado no máximo  $\mu^{61}$  vezes o valor da riqueza inicial que possuem. Contudo, em períodos normais, a condição imposta por (4) não é limitadora, já que os empresários não precisam pegar emprestado todo o limite que têm disponível<sup>62</sup>. Entretanto, na ocorrência de uma crise cambial, com uma grande desvalorização na taxa de câmbio e uma diminuição da riqueza, (4) torna-se, necessariamente, uma restrição. Este é o efeito do balanço patrimonial sugerido por Krugman (1999 a, b). Tal efeito poderia ser ainda pior se  $\mu$  cair durante a crise cambial, apesar de Krugman assumir  $\mu$  como dado. Mesmo Krugman assumindo que o efeito do balanço patrimonial tem a ver, basicamente, com a desvalorização da moeda e a queda no investimento (I) e no produto (Y), nada impede que o valor de  $\mu$  apresente uma queda. Se

<sup>61</sup> O valor e os determinantes de  $\mu$  não são discutidos por Krugman (1999b). Contudo, assumimos que  $\mu$  pode representar diversos fatores que não estão explicitados no modelo, como estabilidade política ou informação assimétrica, por exemplo.

<sup>62</sup> Na verdade, os empresários só se sentiram incentivados em tomar emprestado até o ponto onde a taxa de retorno real do investimento doméstico iguala aquela do investimento estrangeiro.

Figura 3.1 – Equilíbrio Inicial

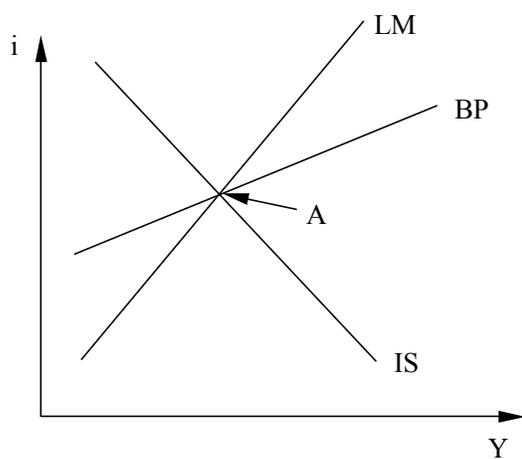
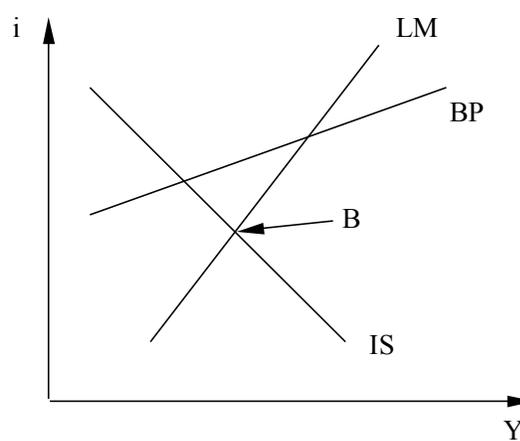
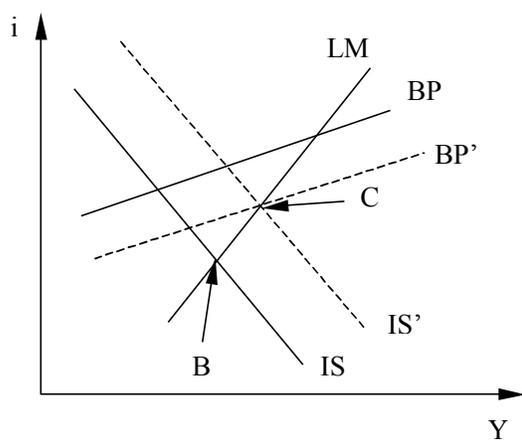
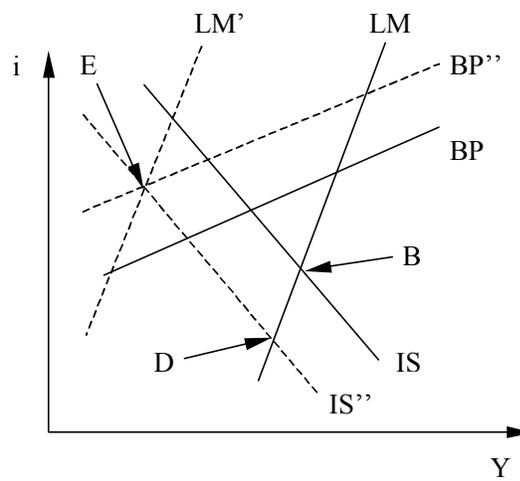


Figura 3.3 – Depois de um Choque

Figura 3.2 –  
Desvalorização ExpansionistaFigura 3.4 –  
Desvalorização Contracionista

considerarmos, por exemplo, que  $\mu$  pode apresentar uma queda repentina por conta de novas informações sobre os fundamentos da economia ou outros aspectos que detonem um comportamento de pânico ou de manada nos investidores, este instrumental simples pode explicar elementos adicionais presentes numa crise cambial.

$$(4) I_t \geq (1+\mu) W_t = (1+\mu) (\alpha Y - D - eF),$$

onde,

W: riqueza da firma

D: Dívida doméstica

F: Dívida externa

e: taxa de câmbio nominal

Uma primeira questão a ser resolvida, no caso da ocorrência de uma crise cambial, segue no sentido de tomar medidas que estanquem, ou, pelo menos reduzam significativamente, a desvalorização cambial. Como frisamos anteriormente, uma desvalorização moderada pode ser expansionista, mas uma desvalorização exagerada pode causar problemas no funcionamento da economia. Desta maneira, uma vez que a crise ocorra, é necessário que a estabilidade do mercado de divisas seja restabelecida. Como vimos anteriormente, uma maneira de alcançar este objetivo pode ser a utilização de uma política monetária restritiva que, apesar de representar uma perda adicional de produto, ajuda a impedir que a economia fique exposta a maiores turbulências. No momento que o mercado financeiro se estabilizar, a política monetária pode, aos poucos, ser afrouxada, permitindo uma maior redução da taxa de juros interna e um incremento da demanda agregada doméstica.

Em contraste com a política monetária, a política fiscal, representada pelo G na equação (1), pode ser expansionista desde o início da crise. Uma política fiscal expansionista irá deslocar a curva IS para a direita, aumentando, assim, a demanda agregada da economia. Apesar da simplicidade da idéia, é necessário ter cautela com a utilização da expansão fiscal. Se a fonte da crise cambial advier do setor fiscal, por conta, por exemplo, de um elevado déficit fiscal ou por uma política fiscal já excessivamente expansionista, ampliações adicionais deste tipo de política podem levar a uma desestabilização ainda maior do mercado financeiro. O mercado financeiro pode esperar

desvalorizações ainda maiores, por conta da deterioração da situação fiscal do governo, e agravar ainda mais a recessão em curso. Neste caso, a situação fiscal inicial é um indicador fundamental na decisão de utilização deste tipo de política no pós-crise cambial.

A demanda externa, representada pelo  $T$  na equação (1), é um outro importante fator na recuperação de uma economia quando a demanda doméstica encontra-se limitada pela crise cambial. Um maior crescimento das exportações líquidas após uma elevada desvalorização cambial incrementa a demanda agregada, além de ajudar a equilibrar o mercado de divisas representado pela equação (3). Quanto mais aberta for uma economia, maiores as possibilidades de crescimento das exportações e, portanto, mais rápida pode ser a recuperação do nível de produto. Como a demanda por exportações depende, além da taxa de câmbio real, do nível de renda do resto do mundo ( $Y^*$ ), esperamos que a recuperação da economia seja tão mais rápida quanto maior for o crescimento da renda mundial. Principalmente da renda dos países com os quais a economia em questão mantém relações comerciais mais estreitas.

### **3.4 - Determinantes da Recuperação no Pós-Crise.**

Nesta seção faremos uma avaliação dos principais elementos que podem ser levados em conta na explicação dos padrões de ajustamento do crescimento do produto real nos países atingidos pela crise. De maneira geral, podemos destacar quatro principais fatores que podem influenciar na determinação dos padrões de ajustamento: i) a origem e natureza do choque, ii) as condições iniciais, iii) as políticas domésticas e iv) a evolução do ambiente externo.

#### **3.4.1 - A Origem e a Natureza do Choque**

A origem e a natureza do choque que provocaram a crise cambial podem elucidar, em grande medida, a trajetória que a crise e a recuperação do produto podem seguir. De maneira geral, identificar a origem e a natureza do choque pode ser um elemento de fundamental importância para a formulação de soluções que sejam eficientes para

restaurar o crescimento do produto e o equilíbrio macroeconômico. A evolução do sistema financeiro mundial e da economia global fez com que as causas das crises financeiras, de maneira geral, e cambiais, de maneira particular, também fossem mudando ao longo do tempo. Na verdade, os modelos de ataques especulativos associados a crises cambiais desenvolvidos a partir dos anos 70 refletem esta evolução nas causas e na natureza das crises cambiais desde então.

Uma breve síntese desses modelos nos ajudará a compreender um pouco melhor os fatores relevantes na identificação e avaliação das crises, assim como as soluções pertinentes para cada tipo de crise. Nos chamados modelos de primeira geração, por exemplo, cujo artigo seminal é atribuído a Krugman (1979), as crises cambiais associadas a ataques especulativos são atribuídas à inconsistência de políticas econômicas. De acordo com Krugman (1997, p.3), “o modelo canônico de crises cambiais explica que tais crises são resultado de uma inconsistência fundamental entre as políticas domésticas – tipicamente, a persistência de déficits orçamentários financiados por política monetárias expansionistas – e a tentativa de manter a taxa de câmbio fixa”. Como afirma Licha (1999, p.3-4), esta combinação provoca perda de reservas e, como as reservas cambiais do Banco Central são finitas, não é possível manter por um longo período de tempo o regime cambial, sendo o Banco Central obrigado, em algum momento, a deixar o câmbio flutuar. Muitas crises cambiais tiveram suas raízes na inconsistência da política macroeconômica, onde o caso da crise da dívida na América Latina no início dos anos 80 parece ser um dos mais ilustrativos. Nestes casos, de acordo com Park & Lee (2001), o restabelecimento do equilíbrio macroeconômico deve ser pautado na desvalorização real da moeda e na contração da absorção doméstica, de forma que o equilíbrio interno e externo possa ser restaurado.

A crise européia de 1992/3 e a crise mexicana de 1994/5 serviram de inspiração para que uma segunda geração de modelos fosse desenvolvida, mostrando que crises cambiais não são devidas somente aos fundamentos, mas, principalmente, a profecias auto-realizáveis. Segundo Licha (1999, p.7), os modelos de segunda geração procuram mostrar que existe uma região crítica para os fundamentos, na qual o processo apresenta equilíbrios múltiplos. É nessa região que a seleção do equilíbrio é realizada pelas expectativas de desvalorização e o processo assume a forma de uma profecia auto-

realizável, pois as expectativas de desvalorização forçam o governo a deixar o câmbio flutuar. Assim, ainda de acordo com Licha (1999):

A existência de equilíbrio múltiplos na região crítica dos fundamentos resulta da existência de políticas **discricionárias** por parte do governo que criam uma falha de coordenação. Com efeito, como a política é endógena, a atuação do Banco Central torna-se discricionária, de forma que o público toma sua decisão sem saber qual será a decisão do Banco Central (que pode ou não manter o câmbio fixo). Para certos valores elevados ou baixos dos fundamentos a decisão do governo é perfeitamente determinada, mas para valores intermediários a decisão do governo é indeterminada. Como os agentes não conhecem a decisão do Banco Central, eles supõem que existem dois cenários possíveis (um com desvalorização e outro sem desvalorização) sendo que o cenário é escolhido através de *sunspots* [eventos circunstanciais não ligados aos fundamentos] que afetam as expectativas de desvalorização (e que determinam o comportamento dos agentes). Por sua vez, a decisão do público de realizar ou não o ataque especulativo determina o comportamento do Banco Central, que acaba validando as expectativas do público. (p.8)

Desta forma, o que os modelos de segunda geração querem mostrar é que existe uma região crítica nos fundamentos na qual a decisão de manter ou não o câmbio fixo não é determinada totalmente pelos fundamentos, mas depende, em grande medida, de expectativas circunstanciais que afetam as expectativas de desvalorização.

A crise asiática de 1997 representou um terceiro *round* de discussões que tentaram dar conta das causas das crises financeiras e cambiais que assolaram diversas economias da região, tais como Tailândia, Malásia, Indonésia e Coréia. Licha (1999, p.2) afirma que, a partir daquele momento, um novo paradigma começou a se desenvolver a partir da visão de que as crises são produto de fragilidades do sistema financeiro e não de inconsistência de política econômica. Um aspecto de fundamental importância nesta visão é a existência de dívidas (ou títulos) de curto-prazo (em muitos casos denominadas em moeda estrangeira) e sistemas financeiros domésticos frágeis e pobremente supervisionados (Calvo, 1999, p.1). Desta maneira, os mercados financeiros seriam distorcidos pela presença de informações incompletas, o que poderia levar a ineficiência dos mercados e, em casos extremos, a crises financeiras. De acordo com Mathias (2003, p.70-71), os principais problemas que provocam ineficiências nos mercados são: i) fragilidade financeira, ii) contágio, iii) risco moral e iv) comportamento de manada. Tais

problemas foram acentuados e exacerbados com o movimento da globalização financeira. Contudo, apesar dos efeitos nocivos que uma crise com estas características pode provocar, principalmente por conta da contração do produto doméstico que uma reversão repentina dos empréstimos estrangeiros podem acarretar, Park & Lee (2001, p.12) afirmam que, uma vez que os investidores restabelecem a confiança no mercado (ou nos mercados) atingido e os fluxos de capitais sejam restaurados, a economia volta rapidamente para sua tendência de longo prazo.

### 3.4.2 - Condições Iniciais.

Um outro elemento importante na avaliação da recuperação no pós-crise cambial está ligado a determinadas condições iniciais no momento da crise, já que diferenças nas condições iniciais podem resultar em diferentes padrões de ajustamento. Algumas variáveis estruturais, como, por exemplo, o produto *per capita* e o grau de abertura podem ser de extrema importância na determinação do padrão de recuperação do pós-crise cambial.

No caso do grau de abertura, uma economia mais voltada para a exportação pode experimentar uma melhora mais rápida da conta corrente por conta da profunda desvalorização cambial. Ao analisar a recuperação da Coreia no pós-crise de 1997, Lee & Rhee (2000, p.558) argumentam que a rápida recuperação da economia coreana deveu-se, em grande medida, ao elevado grau de abertura do país e a uma estrutura econômica voltada para a exportação. Uma economia exportadora pode se beneficiar mais de uma desvalorização depois de uma crise à medida que a melhora da conta-corrente derivada da desvalorização pode ser um elemento fundamental para restaurar a confiança dos investidores e, conseqüentemente, a estabilidade no mercado cambial. Os autores também atribuem a recuperação mais rápida da economia mexicana no pós-crise de 1994, relativa à recuperação no pós-crise de 1982, à maior sensibilidade de resposta do mercado em 1994, por conta do maior grau de abertura e da presença mais marcante do setor privado na economia mexicana na década de 90<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Lee & Rhee (2000, p.558) afirmam que em 1982 a economia mexicana era menos aberta e mais dominada pelo setor público. Depois da crise de 1982 houve uma melhora da conta-corrente, porém tal melhora ocorreu num ritmo relativamente lento. A conta-corrente era de -7,9 por cento do PIB em 1981,

O comportamento de outras variáveis macroeconômicas também é apontado na literatura especializada como exercendo influência importante no grau de contração do produto real. A rápida expansão do crédito bancário e/ou o elevado montante de empréstimos no período pré-crise são elementos que podem reduzir o ritmo de recuperação no período pós-crise (Hong & Tornell, 2005, Sachs, Tornell & Velasco, 1996a, b). Em outro estudo, com uma amostra de 195 crises cambiais em 91 países entre 1970 e 1998, Gupta et alli (2003, p.16) concluem que o efeito contracionista de uma crise cambial será tanto maior quanto maior for o volume do fluxo de capitais privados antes da crise, a extensão da liberalização da conta de capital e o nível de renda *per capita* da economia.

### 3.4.3 - Políticas Domésticas

Políticas macroeconômicas de estabilização, bem como programas de reformas estruturais, também exercem importante influência na taxa de crescimento da economia no período pós-crise. Como sabemos, a política fiscal tem um efeito direto na demanda doméstica. Já a política monetária pode ser utilizada largamente para influenciar a demanda doméstica de consumo e investimento. Contudo, existe um gerenciamento ótimo da política fiscal e monetária. Como afirmam Hong & Tornell (2005, pp. 81-82), políticas monetária e fiscal ou extremamente contracionistas ou incondicionalmente expansionistas podem exacerbar ainda mais a recessão. Em discurso ainda como diretor do FMI, Fischer (1999) aponta políticas domésticas expansionistas, aliadas ao aumento das exportações e a condições estáveis no mercado financeiro internacional, como determinantes fundamentais na recuperação no período posterior às crises.

Com relação aos programas de reformas estruturais, freqüentemente sugeridos como condicionalidade nos acordos do FMI, Park & Lee (2001, p. 14) esclarecem que, apesar do efeito catalítico que tais reformas podem trazer em termos da retomada do

---

-3,8 por cento do PIB em 1982 e de 4,3 por cento do PIB em 1983. A recuperação do PIB também foi lenta, com o PIB caindo de 8,0 por cento em 1981 para -0,6 por cento em 1982 e -3,2 por cento em 1983. Em contraste, em 1994, após o NAFTA (North American Free Trade Agreement) já estar em vigor, e, portanto, a economia mexicana já experimentar um grau de abertura mais elevado, a conta-corrente passou de -11 por cento do PIB em 1994 para -0,6 por cento do PIB em 1995, enquanto que o PIB passou de 4,5 por cento em 1994 para -6,2 por cento em 1995, mas se recuperou rapidamente no ano seguinte, crescendo, em 1996, 5,2 por cento.

comércio exterior e do fluxo de capitais, restaurando, assim, a confiança dos investidores, alguns críticos dos programas do FMI argumentam que a implementação da reestruturação financeira em conjunto com políticas macroeconômicas contracionistas pode agravar ainda mais a escassez de crédito, tornando-a mais severa do que ocorreria na ausência de tais reformas. Barro & Lee (2002, p.32), ao examinar o papel dos programas de assistência financeira do FMI, concluíram que a relação contemporânea destes empréstimos para o crescimento econômico é estatisticamente insignificante. No longo-prazo, contudo, a partir do quinto ano após a concessão do empréstimo, os autores encontraram significância estatística para o fato de que tais empréstimos exercem efeito negativo sobre o crescimento econômico.

#### 3.4.4 - A Evolução do Ambiente Externo

O ambiente econômico global também pode exercer influência substancial nas economias atingidas pela crise. Uma das principais variáveis que é levada em conta neste caso é a taxa de juros internacional. De maneira geral, quando as economias desenvolvidas mantêm a taxa de juros num patamar elevado, isto pode gerar fuga de capitais e uma prolongada escassez de crédito nas economias em crise. Por outro lado, uma recessão nos países desenvolvidos pode reduzir a demanda por exportações dos países em desenvolvimento e, assim, exacerbar ainda mais a recessão no pós-crise. De acordo com Frankel & Rose (1996) e Gupta et alli (2003), quanto mais baixa a taxa de juros e/ou quanto maiores forem as taxas de crescimento dos países desenvolvidos, mais rápida é a recuperação das economias atingidas pela crise.

### **3.5 - Avaliação do Processo de Recuperação nos Países da Ásia e da América Latina**

Nesta seção procuraremos detalhar um pouco mais o processo de recuperação dos países atingidos por crises cambiais nos dois grupos regionais em questão. Apesar da importância e do recorte que a análise agregada nos oferece em termos do movimento conjunto dos países da Ásia e da América Latina, não podemos ignorar a particularidade

que cada um desses países apresenta. Tais especificidades são ainda mais marcantes no caso da América Latina, onde as crises cambiais ocorreram em momentos diferentes, com conjunturas domésticas e internacionais bastante distintas. Mesmo no caso da Ásia, onde os países atingidos podem ser considerados participantes de um mesmo movimento de crise, as particularidades da estrutura econômica e da resposta que cada país deu a crise guardam elementos importantes no entendimento da recuperação dessas economias. O propósito desta seção é aprimorar o entendimento dos movimentos macroeconômicos analisados anteriormente, dando ênfase na evolução macroeconômica de cada país, sem, contudo, perder de vista a agregação por grandes regiões.

### 3.5.1 – Ajustes Macroeconômicos nos países da Ásia.

Diversamente da crise mexicana de 1994, considerada a primeira grande crise cambial/financeira dos anos 1990, os déficits fiscais e as dívidas do governo não foram a principal causa da crise asiática. Os déficits nas contas-correntes destes países, por sua vez, foram gerados, basicamente, por investimentos realizados pelo setor privado. Obviamente que, apesar das vulnerabilidades específicas de cada um dos países envolvidos na crise asiática diferirem entre si, tais países dividiam algumas características em comum. Todos os países, por exemplo, tinham efetivamente, mesmo que não formalmente, algum tipo de regime cambial fixo ou semifixo. Além disso, a maioria deles favorecia o financiamento destes déficits através de dívidas ao invés de ações. Nestes casos, os empréstimos externos dos bancos e firmas, em sua grande maioria com maturidade curta e denominados em moeda estrangeira, viabilizavam a entrada de capitais que eram canalizados para o financiamento dos déficits em conta-corrente. De acordo com Roubini & Setser (2004, p.54), os laços estreitos entre bancos e firmas e as expectativas de que um sistema bancário com elevado grau de interligação não estava sujeito a falhar acabaram criando distorções nos incentivos, fazendo com que fossem realizados muitos empréstimos no exterior e muitos investimentos em projetos marginais. Tais incentivos tornaram-se particularmente perigosos quando foram combinados com a liberalização parcial da conta de capital nos anos 1990, já que os sistemas bancários domésticos não eram providos nem de habilidade nem de incentivos para administrar os

novos riscos que eles poderiam assumir. Além da liberalização, a precária supervisão e regulação bancária doméstica são apontadas pelos autores como um fator adicional na configuração da crise. Por fim, um elevado crescimento do crédito doméstico, financiado em parte por empréstimos externos, contribuiu, sobremaneira, para a expansão da bolha dos preços dos ativos<sup>64</sup>.

Quando analisamos o impacto da crise econômica iniciada na Tailândia em Julho de 1997 e que se espalhou pelo leste asiático, percebemos que este foi muito mais severo do que se poderia supor. Como discutimos anteriormente, os países atingidos pela crise sofreram uma profunda redução da renda real. A taxa de crescimento, em 1998, foi de -13,1% na Indonésia, de -10,5% na Tailândia, de -7,4% na Malásia, de -6,9% na Coreia e de -0,6% nas Filipinas. Na Tabela 3.2, de A a E, podemos perceber que tão vigorosa quanto a recessão, foi a recuperação destes países nos segundo e terceiro anos que se seguiram à crise. A Coreia foi a economia que apresentou maior vigor na recuperação, crescendo 9,5% em 1999. De maneira geral, o crescimento dos outros países asiáticos em 1999 variou de 6,1% na Malásia a 0,4% na Indonésia. Em 2000, as cinco economias cresceram acima de 4,8%, sendo que a Malásia apresentou o crescimento mais vigoroso neste ano, crescendo 8,9%.

Além da taxa de crescimento, os dados da Tabela 3.2 nos mostram que a contração do produto real em 1998 foi causada, em grande medida, pelo colapso no investimento: a formação bruta de capital doméstica caiu drasticamente nos cinco países asiáticos. A contração chegou a 50,9% na Tailândia, 43,0% na Malásia, 39% na Indonésia e 30,6% na Coreia em 1998. Nas Filipinas, país menos atingido pela queda no produto, a queda do investimento foi de 15,8% em 1998, valor bastante inferior aos demais países vizinhos.

A queda no consumo privado foi bem mais suave se comparada ao investimento. A Coreia registrou a maior queda no consumo privado em 1998, cerca de 13,4%. O único país que não apresentou queda no consumo das famílias foram as Filipinas. Apesar da queda nas taxas de crescimento do consumo privado, a proporção do consumo no PIB se

<sup>64</sup> Para um maior detalhamento da crise asiática, com suas causas e conseqüências, ver Corsetti et alli (1998 a, b); Alba et alli (1999); Mishkin (1999b); Radelet & Sachs (1998). Para uma comparação entre os fundamentos da crise mexicana e asiática ver Tornell (1999). Para estudos de casos específicos da crise em cada país ver, no caso da Tailândia, McHale (1999), no caso da Indonésia, Radelet (2001), no caso da Malásia, Doraisami (2001), no caso da Coreia, Choi (2001) e no caso das Filipinas ver Noland (2000).

manteve relativamente estável entre os países. Diversamente, a queda nas taxas de investimento doméstico bruto foi intensa o suficiente para reduzir acentuadamente a participação deste no PIB. Na Coreia, por exemplo, a participação do investimento bruto caiu de 36% do PIB em 1997 para 25% em 1998 e na Indonésia tal participação passou de 31,8% para 16,8% no mesmo período. Contudo, podemos notar uma recuperação do investimento na maioria dos países a partir do ano 2000 no que diz respeito à taxa de crescimento. Já no que tange à participação do investimento no PIB, a retomada do crescimento não foi suficiente para retornar ao nível do período anterior à crise em nenhuma das economias asiáticas analisadas.

Como já havíamos discutido anteriormente, a recuperação das economias asiáticas foi possível, em grande medida, graças ao elevado crescimento das exportações líquidas. Enquanto a demanda por importações apresentou queda em todos os países asiáticos aqui analisados em 1998, as exportações ou cresceram ou se mantiveram constantes ao longo do período. A única exceção foram as Filipinas, que além da queda nas importações apresentou uma queda acentuada nas exportações em 1998, de 21,0%, se recuperando, contudo, nos anos subsequentes.

A queda no investimento doméstico só não foi maior por conta do aumento da participação do investimento público, principalmente na Malásia e na Tailândia. De acordo com a Tabela 3.2, a participação do investimento público no investimento total na Malásia passou de 11,9% em 1997 para 22,7% em 1998, enquanto que na Tailândia esta participação que era de 16,6% em 1996, passou para 29,2% em 1998.

### **3.5.2 - Ajustes Macroeconômicos nos países da América Latina.**

Grande parte das crises cambiais da década de noventa ocorreram na América Latina. Da crise mexicana de 1994 à crise Argentina de 2002, a América Latina acabou se configurando num verdadeiro “laboratório” para a análise de crises financeiras e cambiais pela diversidade de características dessas crises e pelas múltiplas ações de política econômica adotadas pelas diferentes economias. Neste sentido, vamos detalhar a

Tabela 3.2

**Ajustes Macroeconômicos nos Países Atingidos por Crises Cambiais na Ásia –  
1994 a 2000.**

A. Coréia							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	8,5	9,2	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	8,4	9,9	6,7	3,3	-13,4	11,5	8,4
(Percentual do PIB, %)	52,3	52,3	52,7	52,7	49,3	51,9	54,0
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	4,1	5,0	8,0	2,6	2,3	2,9	1,6
(Percentual do PIB, %)	11,4	11,2	11,6	11,6	12,8	12,3	12,1
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	16,1	10,1	10,5	-5,3	-30,6	24,1	10,7
(Percentual do PIB, %)	37,0	37,7	38,9	36,0	25,0	29,1	31,0
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	16,3	24,4	12,2	21,6	12,7	14,6	19,1
(Percentual do PIB, %)	26,6	28,8	27,9	32,4	46,2	39,1	40,8
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	21,3	23,0	14,3	3,5	-21,8	27,8	20,1
(Percentual do PIB, %)	27,4	29,9	31,3	33,0	33,3	32,4	37,7
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	6,5	8,7	9,8	10,6	16,8	15,8	12,4
Taxa de Crescimento Real do M2	10,5	9,6	9,4	8,5	15,4	20,9	18,5
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	10,4	8,8	12,2	15,3	3,7	14,1	12,2
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3
Taxa de Cambio Real Efetiva	99,5	100,0	102,2	95,0	72,1	82,6	89,1
Fonte: Asian Development Bank; International Financial Statistics - FMI; Bank of International Settlements - BIS; World Economic Outlook databases - FMI.							
B. Filipinas							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	4,4	4,7	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	3,7	3,8	4,6	5,0	3,4	2,6	3,5
(Percentual do PIB, %)	74,4	74,1	73,5	72,6	74,3	72,6	69,6
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	6,1	5,6	4,1	4,6	-1,9	6,7	6,2
(Percentual do PIB, %)	10,8	11,4	11,9	13,2	13,3	13,1	13,1
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	4,1	-1,1	6,2	6,2	-15,8	-5,2	17,0
(Percentual do PIB, %)	24,1	22,5	24,0	24,8	20,3	18,8	21,2
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	19,8	12,0	15,4	17,2	-21,0	3,6	17,0
(Percentual do PIB, %)	33,8	36,4	40,5	49,0	52,2	51,5	55,4
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	14,5	16,0	16,7	13,5	-14,7	-2,8	4,3
(Percentual do PIB, %)	40,1	44,2	49,3	59,3	58,8	51,3	53,5
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	10,3	13,4	9,6	8,2	8,2	11,2	8,6
Taxa de Crescimento Real do M2	14,5	13,9	13,1	14,2	-0,6	9,4	3,9
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	10,8	18,3	22,6	18,3	-11,5	-3,5	4,9
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	8,4	6,7	7,5	5,6	9,3	5,9	4,0
Taxa de Cambio Real Efetiva	99,5	100,0	108,7	107,7	90,7	96,4	88,5
Fonte: Asian Development Bank; International Financial Statistics - FMI; Bank of International Settlements - BIS; World Economic Outlook databases - FMI.							

C. Indonésia							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	7,5	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	4,9
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	7,8	12,6	9,7	7,8	-6,2	4,6	1,6
(Percentual do PIB, %)	59,7	61,6	62,4	61,7	67,8	73,9	61,7
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	2,3	1,3	2,7	0,1	-15,4	0,7	-0,9
(Percentual do PIB, %)	8,1	7,8	7,6	6,8	5,7	6,6	6,5
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	16,7	13,1	4,9	6,3	-39,0	-23,2	12,9
(Percentual do PIB, %)	31,1	31,9	30,7	31,8	16,8	11,4	22,2
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	9,9	7,7	7,6	7,8	11,2	-31,8	26,5
(Percentual do PIB, %)	26,5	26,3	25,8	27,9	53,0	35,5	41,0
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	20,3	20,9	6,9	14,7	-5,3	-40,7	25,9
(Percentual do PIB, %)	25,4	27,6	26,4	28,1	43,2	27,4	30,5
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	25,0	23,9	19,7	18,7	21,0	29,5	14,9
Taxa de Crescimento Real do M2	9,7	14,2	15,0	15,2	2,7	-7,4	11,1
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	11,7	10,7	11,6	18,2	-3,4	-1,1	16,0
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	8,5	9,4	8,0	6,2	58,4	20,5	3,7
Taxa de Cambio Real Efetiva	103,4	100,0	106,3	99,8	48,5	69,3	67,7
Fonte: Asian Development Bank; International Financial Statistics - FMI; Bank of International Settlements - BIS;							
World Economic Outlook databases - FMI.							

D. Malásia							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	9,4	11,7	6,9	4,3	-10,2	2,9	13,0
(Percentual do PIB, %)	52,3	52,3	52,7	52,7	49,3	51,9	54,0
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	7,9	6,1	0,7	5,7	-8,9	17,1	1,6
(Percentual do PIB, %)	12,3	12,4	11,1	10,8	9,8	11,0	10,4
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	17,8	20,3	5,8	11,2	-43,0	-3,9	29,2
(Percentual do PIB, %)	41,5	43,0	26,7	22,4	27,3	23,9	24,0
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	21,9	19,0	9,2	5,5	0,5	13,2	16,1
(Percentual do PIB, %)	89,2	94,1	91,6	93,3	115,7	121,3	124,4
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	25,6	23,7	4,9	5,8	-18,8	10,6	24,4
(Percentual do PIB, %)	90,8	98,0	90,2	92,4	93,7	96,3	104,5
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	12,4	12,9	12,0	11,9	22,7	31,9	26,7
Taxa de Crescimento Real do M2	7,0	12,7	12,7	11,5	-5,0	8,3	7,7
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	8,4	19,5	19,3	19,4	-5,5	-4,5	7,0
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	3,7	3,5	3,5	2,7	5,3	2,7	1,5
Taxa de Cambio Real Efetiva	99,7	100,0	105,1	102,4	82,0	83,0	84,3
Fonte: Asian Development Bank; International Financial Statistics - FMI; Bank of International Settlements - BIS;							
World Economic Outlook databases - FMI.							

E. Tailândia							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	7,7	7,8	5,8	-1,4	-11,5	4,3	5,2
(Percentual do PIB, %)	54,0	53,2	53,8	54,7	54,2	56,0	56,1
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	8,2	5,2	12,1	-2,8	3,9	3,1	2,3
(Percentual do PIB, %)	54,0	53,2	53,8	54,7	54,2	56,0	56,1
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	10,7	14,3	5,2	-21,9	-50,9	8,5	11,3
(Percentual do PIB, %)	40,3	42,1	41,8	33,7	20,4	20,5	22,8
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	14,3	15,4	-5,5	7,2	8,2	9,0	17,5
(Percentual do PIB, %)	38,9	41,8	39,3	48,0	58,9	58,3	66,8
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	14,4	20,0	-0,6	-11,3	-21,6	10,5	27,1
(Percentual do PIB, %)	43,7	48,6	45,5	46,6	43,0	45,7	58,1
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	13,4	11,8	16,6	26,3	29,2	23,9	17,2
Taxa de Crescimento Real do M2	5,1	10,1	4,3	11,7	1,8	3,4	3,2
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	18,6	15,2	7,2	15,2	-11,1	-13,5	-7,8
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	5,1	5,8	5,8	5,6	8,1	0,3	1,6
Taxa de Cambio Real Efetiva	101,8	100,0	106,7	99,4	84,9	87,9	84,2
Fonte: Asian Development Bank; International Financial Statistics - FMI; Bank of International Settlements - BIS;							
World Economic Outlook databases - FMI.							

Observações:

- ⇒ Todas as taxas de crescimento são reais;
- ⇒ A taxa de crescimento real do M2 foi calculada a partir das linhas 34 e 35 da *International Financial Statistics - IFS* - (FMI), deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor, *IFS* linha 64;
- ⇒ A taxa de crescimento do Crédito Bancário Real foi calculada a partir da linha 32 da *International Financial Statistics - IFS* - (FMI), deflacionado do Índice de Preços ao Consumidor, *IFS* linha 64.

situação macroeconômica de cada país para tentar dar conta de tais peculiaridades, tendo em vista a diferença temporal e conjuntural de cada uma das crises.

No caso da Argentina em 2002, as principais causas da crise podem ser resumidas, de acordo com Roubini & Setser (2004, p.66), em quatro principais vulnerabilidades, listadas a seguir:

- O atrelamento do dólar ao peso argentino no sistema de *currency board* resultou numa crescente sobrevalorização da moeda Argentina, em parte por conta da apreciação da moeda americana e da elevada desvalorização do Real brasileiro depois da crise de 1999, e em parte por conta da inércia inflacionária presente nos anos iniciais do sistema de *currency board*;
- Os desequilíbrios externos criados pela sobrevalorização da moeda ficaram cada vez mais difíceis de serem financiados. O processo de privatização iniciado nos anos noventa já não se colocava mais como uma opção, em grande medida porque os melhores ativos já haviam sido vendidos. A emissão de títulos do governo no mercado externo foi se tornando crescente para financiar o déficit em conta-corrente. Apesar de não ter um déficit em conta-corrente elevado em termos absolutos, este era relativamente elevado em relação ao diminuto setor exportador do país;
- Os déficits fiscais persistentes levaram a uma acumulação de elevados estoques da dívida pública, principalmente depois de 1998, quando a economia passou a encolher e as taxas de juros se elevaram;
- Por fim, uma considerável dolarização dos passivos produziu um enorme descasamento cambial. Praticamente todas as dívidas domésticas e externas do governo estavam denominadas em dólar. A maior parte dos depósitos domésticos argentinos estava em dólar, e as empresas e as famílias também contratavam no sistema financeiro empréstimos em dólar.

Tais vulnerabilidades podem ser consideradas como as principais determinantes da crise que culminou com a mega-desvalorização nominal do peso argentino de quase 200% no primeiro trimestre de 2002<sup>65</sup>. Como podemos verificar pela Tabela 3.3-A, a economia argentina, que já apresentava uma crise latente nos anos anteriores a crise cambial, representada pelas taxas negativas de crescimento do PIB em todos os três anos do pré-crise, encolheu quase 11% no ano da crise cambial. A demanda doméstica, representada pelo consumo final e pelo investimento doméstico bruto foram os principais responsáveis pelo encolhimento do produto. Em 2002, o investimento doméstico bruto, que já vinha caindo em anos anteriores, reduziu-se ainda mais, com uma queda de 36,4%, enquanto que os consumos privado e público caíram, respectivamente, 14,4% e 5,1%.

<sup>65</sup> Para mais informações sobre a crise da Argentina de 2001/2002 ver Calvo et alli (2002) e De la Torre et alli (2002). Para uma comparação entre a crise da Argentina e a crise do leste asiático ver Bustelo (2004).

A recuperação da Argentina veio de maneira rápida e vigorosa. Por um lado o investimento passou a crescer a taxas extremamente elevadas, alcançando quase 40% em 2003, recuperando, assim, a participação no produto para mais de 20% em 2005. Com relação a este expressivo crescimento, vale a pena notar que a maior parte dos investimentos foi de origem privada, já que a participação do investimento público no investimento total se manteve relativamente estável ao longo do período. Por outro lado, o consumo privado também apresentou um crescimento pungente no período pós-crise, colaborando para que a economia crescesse, nos três anos consecutivos à crise, cerca de 9,0% em média. Neste processo, é importante perceber que as exportações não só mantiveram uma taxa de crescimento positiva, *vis-à-vis* às importações, como aumentaram substancialmente a participação no produto.

Enquanto a economia argentina enfrentou uma profunda contração do produto nos anos pré-crise e no ano da crise, o Brasil, por sua vez, manteve uma relativa estabilidade do produto no decorrer das suas duas crises, tanto em 1998/1999 como em 2001/2002, como é evidenciado pela Tabela 3.3-B. Mesmo não experimentando crescimento negativo em nenhum dos anos estudados, é notável o baixo crescimento da economia brasileira, que, dos dez anos analisados, somente apresentou crescimento acima de 5% no ano de 2004.

A crise de 1998<sup>66</sup> apresentou características bastante conhecidas do debate econômico sobre crises financeiras e cambiais: um regime de câmbio semifixo, baseado numa espécie de bandas cambiais, juntamente com uma inércia inflacionária que acabou levando à sobrevalorização da moeda; o déficit em conta-corrente resultante desta sobrevalorização foi financiado em parte por Investimento Externo Direto e, em parte, por crescentes empréstimos externos por parte dos bancos; e um elevado déficit fiscal, que contribuiu ainda mais para o desequilíbrio em conta-corrente e levou a acumulação de dívidas tanto internas quanto externas. Em 1999 o colapso da moeda brasileira, o Real, já não era mais surpresa, tendo em vista que o fluxo de capitais necessário para a sustentação da moeda sobrevalorizada já havia sido interrompido desde meados de 1998,

---

<sup>66</sup> Para uma discussão sobre as origens e conseqüências da crise de 1998/1999 ver Averbug & Giambiagi (2000). Para uma abordagem sistêmica da crise ver Mathias (2003). Para uma avaliação do papel do FMI na crise brasileira de 1998-99, assim como uma discussão sobre a estrutura e a implementação do programa de ajuda financeira desta instituição ao Brasil naquele momento ver FMI (2003).

quando se iniciou uma intensa fuga de capitais. O mais interessante da crise brasileira de 1999 é que o colapso cambial não levou nem a uma crise bancária, nem ao colapso do crédito e nem a uma recessão mais profunda<sup>67</sup>.

Mesmo não tendo o produto sido fortemente afetado pela desvalorização cambial, houve uma forte contração do investimento doméstico bruto, que caiu 12,2% em 1999, não tendo sido suficiente, contudo, para afetar a taxa de investimento de maneira considerável, que continuou em torno de 21,0% do PIB. O investimento público como percentual do investimento total, por sua vez, acompanhou a queda no investimento total, e passou de um percentual de quase 21,0% em 1998 para 13,4% em 2000.

A segunda crise cambial que atingiu a economia brasileira, em 2002, pode ser vista, em grande medida, como produto de vulnerabilidades que foram postas pela crise anterior. Podemos citar, por exemplo, o fato de que durante a crise de 1999 a economia brasileira perdeu quase a metade das reservas estrangeiras ao defender a paridade cambial, não tendo sido capaz de reconstituir o nível de reservas em nenhum momento anterior à crise de 2002<sup>68</sup>. Além disso, mesmo com o esforço do governo em levar adiante o ajuste fiscal, a dívida pública cresceu de 40,0% do PIB em 1997 para cerca de 72,0% do PIB em 2002. Em consequência, a combinação destes elementos com a deterioração das expectativas dos investidores por conta da profundidade da crise argentina e as incertezas em torno da vitória do então candidato a presidência, Luiz Inácio Lula da Silva, resultou numa queda do financiamento estrangeiro e numa elevada desvalorização da moeda brasileira<sup>69</sup>.

Em termos do ajustamento macroeconômico, a crise brasileira de 2002 foi muito parecida com a de 1999, com a exceção de que a queda do produto foi ainda mais suave. Para se

---

<sup>67</sup> De acordo com Roubini & Setser (2004, p.61), a crise cambial de 1999 teria tido um impacto bastante profundo nos balanços patrimoniais do setor privado não fosse o fato de que o banco central brasileiro vendeu, nos meses precedentes à crise, mais de \$ 40 bilhões de dólares em reservas para defender o sistema cambial. Neste ínterim, o setor corporativo e financeiro privado foi capaz de *hedgear* a posição dos seus ativos estrangeiros ou quitar as dívidas externas que possuíam. Além disso, o governo aumentou a emissão de títulos domésticos atrelados ao dólar, contribuindo para que bancos e empresas se protegessem contra o risco da desvalorização.

<sup>68</sup> Só para se ter uma idéia, as reservas brasileiras eram de cerca de \$70 bilhões de dólares em julho de 1998, caindo para quase \$34 bilhões em março de 1999. Em outubro de 2002, as reservas brasileiras se encontravam em torno de \$36 bilhões, valor muito pouco diferente daquele de março de 1999. (Fonte: Ipeadata).

<sup>69</sup> Mais detalhes sobre a crise no Brasil em 2002 ver Goretti (2005). Para uma discussão entre a crise de 2002 e a sustentabilidade da dívida ver Goldenstein (2003)

ter uma idéia, a economia, em 2002, cresceu 2,7% e 1,1% em 2003. Contudo, a taxa de crescimento do investimento doméstico bruto foi novamente afetada, tendo esta encolhido 11,2% em 2002 e 1,7 em 2003. As exportações e as importações também se comportaram de maneira muito semelhante nos dois períodos: houve queda acentuada no crescimento das importações no ano da crise para posterior retomada nos anos posteriores, enquanto que as exportações se beneficiaram largamente da desvalorização cambial, apresentando taxas elevadas de crescimento nos anos consecutivos à crise.

Com relação ao Equador, a crise de 1999 pode ser vista como resultado da combinação de um elevado estoque da dívida pública<sup>70</sup> e um setor exportador extremamente dependente de poucas *commodities*, o que acabou deixando a economia bastante vulnerável a choques externos. Roubini & Setser (2004, p.64) apontam para o fato de que uma série de choques atingiu a economia em 1998: o fenômeno climático do *El Niño* reduziu consideravelmente a produção de pescado no Equador, ao mesmo tempo em que a queda no preço do petróleo reduziu a renda advinda do setor exportador. Além disso, havia uma grande disseminação de descasamento cambial em diversos setores da economia: no setor público praticamente toda a dívida externa estava denominada em moeda estrangeira; os bancos tinham uma elevada exposição líquida em moeda estrangeira; e, por fim, cerca de 67,0% das dívidas do setor privado não-financeiro (muitas nas mãos do setor não exportador) também estavam denominadas em moeda estrangeira. Todos estes elementos acabaram levando a economia a uma crise bancária em 1998, a uma grande fuga de capitais e, por fim, a desvalorização da moeda equatoriana, o *Sucre*. Uma corrida bancária em março de 1999 forçou as autoridades monetárias a congelar os depósitos bancários. As pressões sobre a moeda tornaram-se ainda maiores depois que o governo declarou a moratória das dívidas interna e externa em meados de 1999, o que acabou levando o presidente a tomar a decisão de substituir a moeda local pelo dólar americano em janeiro de 2000<sup>71</sup>.

Na Tabela 3.3-C, podemos avaliar a evolução dos agregados macroeconômicos da economia equatoriana de 1996 a 2002. No ano da crise, a economia apresentou uma taxa de crescimento de -6,3%, para depois se recuperar nos três anos que se seguiram. A

<sup>70</sup> O estoque da dívida pública, em 1997, estava em torno de 60% do PIB, enquanto que, no mesmo ano, a relação receita do governo sobre a dívida estava em torno de 412%.

<sup>71</sup> Para um maior detalhamento da crise do Equador ver Jacome (2004).

sensibilidade do investimento doméstico se manifestou numa queda de quase 50% na taxa de crescimento desta variável. Tal queda só não foi mais contundente pelo fato de que o percentual do investimento público no investimento total experimentou um aumento bastante expressivo: passou de 19,6% do investimento total em 1998 para 40,7% em 1999, mantendo-se acima dos 23,0% nos três anos posteriores à crise.

Um fato interessante com relação à economia equatoriana reside no fato de que a desvalorização cambial naquele país não foi capaz de alavancar o crescimento das exportações. Ao contrário, a taxa de crescimento das exportações foi negativa em todos os anos posteriores à crise aqui analisados, enquanto que, no mesmo período, as importações cresceram a taxas bastante elevadas. Isto nos faz inferir que, no caso do Equador, a recuperação da economia foi impulsionada, basicamente, pela demanda doméstica, notadamente, o investimento doméstico e o consumo privado. Neste sentido, o Equador pode ser considerado um dos poucos países em que a recuperação do pós-crise cambial não contou com o impulso dinâmico do setor externo. Outro fato que se deve notar com relação aos dados diz respeito ao crescimento real negativo tanto do M2 quanto do crédito bancário ao longo de todos os anos aqui considerados. Contudo, é importante ressaltar que o crescimento negativo verificado tem mais a ver com o elevado crescimento do taxa de inflação daquele país no período analisado (já que estamos tratando de variáveis reais) do que, propriamente, com o crescimento das variáveis nominais correspondentes (M2 e crédito bancário).

A crise mexicana de 1994, que viria a inaugurar a série de crises financeiras que se seguiriam nos anos noventa, possui elementos bastante comuns presentes em outras crises financeiras. Em primeiro lugar, o regime fixo de câmbio adotado pelo México acabou resultando numa significativa sobrevalorização cambial e um elevado e crescente déficit em conta-corrente. Além disso, uma série de choques internos e externos atingiu a economia mexicana. No âmbito interno, por exemplo, temos a Revolta de Chiapas, em 1994; o assassinato do candidato a presidência, Luis Donaldo Colosio Murrietea, em março de 1994, e o assassinato do então secretário-geral do Partido Revolucionário Institucional e deputado federal José Francisco Ruiz Massieu em Setembro de 1994; e a incerteza eleitoral. Já no âmbito externo, a elevação da taxas de juros americana reduziu, sobremaneira, o desejo dos investidores de financiar o déficit em conta-corrente.

Tabela 3.3

**Ajustes Macroeconômicos nos Países Atingidos por Crises Cambiais na  
América Latina – Vários Anos.**

A. Argentina										
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005			
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2			
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>										
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	-2,0	-0,7	-5,7	-14,4	8,2	9,5	8,9			
(Percentual do PIB, %)	70,1	69,3	68,9	61,9	63,2	62,9	61,3			
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	2,6	0,6	-2,1	-5,1	1,5	2,7	6,2			
(Percentual do PIB, %)	13,7	13,8	14,2	12,2	11,4	11,1	11,9			
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	-12,6	-6,8	-15,7	-36,4	38,2	34,4	22,7			
(Percentual do PIB, %)	17,9	17,5	15,6	11,0	14,6	18,9	21,2			
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	-1,3	2,7	2,7	3,1	6,0	8,1	13,8			
(Percentual do PIB, %)	9,8	10,9	11,5	27,7	25,0	25,3	24,6			
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	-11,3	-0,2	-13,9	-50,1	37,6	40,1	20,3			
(Percentual do PIB, %)	11,5	11,5	10,2	12,8	14,2	18,1	19,0			
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>										
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	7,2	6,0	5,8	6,4	5,6	7,8	9,6			
Taxa de Crescimento Real do M2	5,3	2,5	-18,6	-4,9	14,3	16,3	10,8			
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	4,4	-1,8	3,7	56,6	-13,8	2,2	-8,8			
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6			
Taxa de Cambio Real Efetiva	100,8	100,0	104,7	44,6	47,7	46,0	45,9			
Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) - <i>Estadísticas Económicas</i> ;										
International Financial Statistics - FMI; World Economic Outlook databases - FMI; Bank of International Settlements - BIS.										
B. Brasil										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	2,9
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>										
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u>	3,4	3,0	-0,6	0,3	3,9	0,7	1,8	-0,7	3,8	7,1
(Percentual do PIB, %)	62,5	62,7	61,9	62,3	60,9	60,5	58,0	56,7	55,2	55,5
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u>	-1,8	1,2	3,2	1,7	-0,2	2,7	4,7	1,2	4,1	1,9
(Percentual do PIB, %)	18,5	18,2	19,1	19,1	19,1	19,2	20,1	19,9	18,8	19,5
Taxa de Cresc. do <u>Investimento Doméstico Bruto</u>	5,7	9,7	-2,7	-12,2	10,3	-2,6	-11,2	-1,7	12,7	-4,4
(Percentual do PIB, %)	20,9	21,5	21,1	20,2	21,5	21,2	19,8	19,8	21,3	20,6
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u>	-0,4	11,0	4,9	5,7	12,9	10,0	7,4	10,4	15,3	10,1
(Percentual do PIB, %)	7,0	7,5	7,4	10,3	10,7	13,2	15,5	16,4	18,0	16,8
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u>	5,6	14,6	-0,1	-15,1	10,8	1,5	-11,9	-1,6	14,4	9,3
(Percentual do PIB, %)	8,9	9,9	9,6	11,8	12,2	14,2	13,4	12,8	13,4	12,4
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>										
Percentual do Invest. Público no Investimento Total	22,0	20,9	20,8	15,0	13,4	16,5	19,3	15,0	18,1	20,0
Taxa de Crescimento Real do M2	11,7	8,8	7,9	11,2	10,6	5,2	0,7	5,7	8,9	10,6
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	4,9	7,6	11,9	9,2	4,7	5,6	7,1	-0,6	4,7	7,7
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	15,8	6,9	3,2	4,9	7,0	6,8	8,5	14,7	6,6	6,9
Taxa de Cambio Real Efetiva	138,0	142,2	140,0	92,7	100,0	84,8	78,5	76,0	79,4	98,4
Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) - <i>Estadísticas Económicas</i> ; IPEADATA; International Financial Statistics - FMI; World Economic Outlook databases - FMI; Bank of International Settlements - BIS.										

C. Equador							
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	2,1	4,1	2,1	-6,3	2,8	5,3	4,2
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u> (Percentual do PIB, %)	1,4	4,2	4,5	-7,0	3,8	6,8	6,6
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u> (Percentual do PIB, %)	-5,2	4,7	-2,2	-5,5	4,7	-0,6	4,3
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u> (Percentual do PIB, %)	-8,8	12,5	14,2	-49,4	29,0	45,0	21,6
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u> (Percentual do PIB, %)	2,4	7,8	-5,1	7,8	-1,0	-0,8	-0,8
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u> (Percentual do PIB, %)	-10,2	15,4	7,0	-29,5	15,8	24,8	16,7
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	34,6	24,6	19,6	40,7	24,8	26,1	23,5
Taxa de Crescimento Real do M2	-10,6	-19,8	-62,7	-209,5	-33,4	-4,5	-13,3
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	-19,1	-3,7	-32,5	-76,1	-107,7	-30,5	-32,6
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	24,4	30,6	36,1	52,2	96,1	37,7	12,5
Taxa de Cambio Real Efetiva	142,1	147,5	149,8	110,7	100,0	139,3	159,2
Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) - <i>Estadísticas Económicas</i> ; International Financial Statistics - FMI; World Economic Outlook databases - FMI; Bank of International Settlements - BIS.							

D. México							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	4,2	3,6	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,8
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>							
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u> (Percentual do PIB, %)	4,7	4,7	1,5	4,6	-9,5	2,2	6,5
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u> (Percentual do PIB, %)	5,4	1,9	2,4	2,9	-1,3	-0,7	2,9
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u> (Percentual do PIB, %)	9,9	13,3	-0,8	10,3	-34,8	25,7	24,8
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u> (Percentual do PIB, %)	5,1	5,0	8,1	17,8	30,2	18,2	10,7
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u> (Percentual do PIB, %)	15,2	19,6	1,9	21,3	-15,0	22,9	22,7
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>							
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	15,8	16,0	14,7	17,0	16,3	16,0	13,5
Taxa de Crescimento Real do M2	17,8	6,5	6,1	10,9	-2,4	-5,8	23,1
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	5,7	8,9	3,3	20,7	-3,2	-29,7	32,4
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	22,7	15,5	9,8	7,0	35,0	34,4	20,6
Taxa de Cambio Real Efetiva	93,9	100,0	116,8	113,1	73,3	83,4	99,9
Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) - <i>Estadísticas Económicas</i> ; International Financial Statistics - FMI; World Economic Outlook databases - FMI; Banco de Mexico.							

E. Venezuela														
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Taxa de Crescimento do PIB Real</b>	9,7	6,1	0,3	-2,3	4,0	-0,2	6,4	0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,9
<b>PIB por Tipo de Gasto</b>														
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Privado</u> (Percentual do PIB, %)	8,0	8,3	0,1	-4,5	0,9	-4,4	5,1	1,8	-1,7	4,7	6,0	-7,1	-4,6	16,6
Taxa de Crescimento do <u>Consumo Público</u> (Percentual do PIB, %)	15,2	-0,2	-5,2	-5,9	2,6	-7,6	4,2	-3,1	-7,5	4,2	6,9	-2,5	5,7	13,9
Taxa de Crescimento do <u>Investimento Doméstico Bruto</u> (Percentual do PIB, %)	80,2	38,2	-18,7	-29,3	36,5	-11,0	34,0	4,4	-10,6	6,7	13,6	-34,0	-34,0	89,8
Taxa de Crescimento das <u>Exportações</u> (Percentual do PIB, %)	4,2	-2,0	12,0	8,1	6,3	7,8	9,4	3,5	-11,0	5,8	-3,5	-4,0	-9,9	11,8
Taxa de Crescimento das <u>Importações</u> (Percentual do PIB, %)	49,6	26,2	-6,5	-18,5	23,9	-11,2	33,9	11,3	-9,3	12,4	14,1	-25,2	-19,6	60,0
<b>Alguns Indicadores de Política Econômica</b>														
Percentual do Investimento Público no Investimento Total	26,1	15,0	12,1	14,7	16,7	15,4	12,8	11,3	12,9	11,2	13,7	16,0	23,9	35,3
Taxa de Crescimento Real do M2	9,0	-11,6	-10,0	4,8	-17,1	-32,3	6,9	-17,7	-2,4	5,6	2,4	-5,8	16,8	17,1
Taxa de Crescimento Real do Crédito Bancário	-20,7	7,3	-8,6	17,6	6,2	-66,8	-21,7	-7,7	-10,2	-0,7	11,7	-2,4	-53,4	22,7
Taxa de Var. do Índice de Preços ao Consumidor	34,2	31,4	38,1	60,8	59,9	99,9	50,0	35,8	23,6	16,2	12,5	22,4	31,1	21,8
Taxa de Cambio Real Efetiva	49,3	51,3	53,8	51,7	64,7	53,8	68,3	84,1	95,9	100,0	106,5	83,6	72,4	70,1
Fonte: Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL) - <i>Estadísticas Económicas</i> ; International Financial Statistics - FMI; World Economic Outlook databases - FMI.														

#### Observações:

- ⇒ Todas as taxas de crescimento são reais;
- ⇒ A taxa de crescimento real do M2 foi calculada a partir das linhas 34 e 35 da *International Financial Statistics - IFS* - (FMI), deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor, *IFS* linha 64;
- ⇒ A taxa de crescimento do Crédito Bancário Real foi calculada a partir da linha 32 da *International Financial Statistics - IFS* - (FMI), deflacionado do Índice de Preços ao Consumidor, *IFS* linha 64.

A situação do México tornou-se ainda mais vulnerável durante o ano de 1994, quando o governo passou a substituir os títulos denominados na moeda mexicana (*peso*) por títulos domésticos denominados em dólar (*tesobonos*), em parte porque encontrava grande dificuldade de vender os títulos denominados na moeda local, tendo em vista as preocupações dos investidores de que a moeda estava sobrevalorizada. Na verdade, como os *tesobonos* acabaram se tornando substitutos para ativos estrangeiros denominados em dólar, a ação do governo acabou sendo um tipo de intervenção velada no mercado de divisas. Para se ter uma idéia, o estoque de *tesobonos* passou de 6% da dívida doméstica no início de 1994 para 50% no final de novembro do mesmo ano, pouco antes da desvalorização (Roubini & Setser, 2004, p.52). A perda de reservas foi se agravando ao longo do ano de acordo com o desenrolar dos acontecimentos, e, depois de chegar a \$30 bilhões de dólares no início de 1994, caiu para \$17 bilhões de dólares no início de novembro, e, então, para \$6 bilhões de dólares em fins de dezembro. No final de dezembro de 1994, havia um claro descasamento entre a dívida \$ 29 bilhões de dólares em *tesobonos* que iria vencer em 1995 e o baixo valor das reservas, que, como vimos, era de apenas \$6 bilhões de dólares. O Banco do México deixou o peso, então, flutuar, o que fez com que a depreciação da moeda viesse de maneira rápida, perdendo, em duas semanas, metade do seu valor<sup>72</sup>.

Como a desvalorização cambial acabou ocorrendo em dezembro de 1994, os efeitos da crise, em termos de perda do produto, só foram sentidos em 1995, quando o produto caiu -6,2%, como podemos verificar pela Tabela 3.3-D. Neste ano todos os gastos tiveram crescimento negativo, com exceção das exportações, que cresceram 30,2%, evitando que o produto caísse ainda mais. Nos anos de 1996 e 1997, contudo, a economia mexicana se recuperou, crescendo 5,2% e 6,8%, respectivamente. Nestes anos, entretanto, o investimento privado teve grande participação na alavancagem do crescimento, tendo em vista que o investimento público como proporção do investimento total se manteve relativamente estável.

Das economias aqui analisadas, a economia da Venezuela é a que mais se deve ter cautela ao ser investigada. Por ser uma das maiores economias petrolíferas do mundo, isso

---

<sup>72</sup> Dentre a grande quantidade de artigos presentes na literatura sobre a crise mexicana, podemos citar Calvo & Mendoza (1996); Edwards (1997); Sachs et alli (1996a,b) e Torre (2001).

lhe dá um significado econômico bastante específico. Para se ter uma idéia, a renda de todo o setor petrolífero perfaz cerca de 28,0% do PIB total; a refinação representa cerca de 25% do produto da indústria de transformação; suas exportações representavam cerca de 70,0% a 75,0% na média 1990/99; sua contribuição para a receita fiscal total do governo central situou-se entre 60,0% e 70,0% na década de 1990 (Cano, 2002, p.98).

Ainda de acordo com Cano (2002), o crescimento (queda) das exportações pode gerar um *paradoxo fiscal e cambial*. Segundo ele:

O auge exportador, ao trazer excesso de divisas ao país, gera um acréscimo correspondente na receita fiscal, que vai induzir um proporcional aumento do gasto público, expandindo a demanda efetiva, com acréscimo de importações. Contudo, se o excesso de divisas não puder ser utilizado (ou “esterelizado”), isso desencadeará uma valorização cambial que comprimirá a receita fiscal num momento seguinte. Porém, como o gasto fiscal cresceu de patamar, e parte dele não é comprimível, o desequilíbrio fiscal poderá gerar pressões inflacionárias, deteriorando também a taxa cambial, reclamando novas desvalorizações, aumentando a inflação e abrindo campo para novas políticas recessivas. (p.98)

Desta maneira, não só o volume de exportações de petróleo pode interferir no movimento cambial como o próprio movimento dos preços desta *commodity* pode exercer semelhante influência. Num estudo sobre os determinantes da taxa de câmbio real de equilíbrio da Venezuela, Zalduendo (2006) chega a conclusões semelhantes. De acordo com sua investigação, os aumentos no preço do petróleo na economia venezuelana são associados com aumentos na pressão pela apreciação da moeda (e *vice-versa* para o caso do declínio dos preços). Além disso, um outro determinante importante tem a ver com a variação da produtividade dos setores produtores de bens comerciáveis e não comerciáveis da Venezuela com relação aos seus principais parceiros comerciais, num contexto de marcado aumento na volatilidade econômica. Segundo ele, quando um país apresenta um aumento na produtividade do setor de bens comerciáveis *vis-à-vis* o setor de não-comerciáveis, e dado o preço dos bens comerciáveis, os maiores salários do setor de comerciáveis irá aumentar o preço dos bens não-comerciáveis, havendo uma tendência para a apreciação da taxa real de equilíbrio. Alternativamente, as pressões pela depreciação da moeda podem surgir se o setor de bens não-comerciáveis for a fonte dos ganhos de produtividade, quando comparado aos seus principais parceiros comerciais.

As considerações acima tecidas nos fazem perceber que as crises cambiais na Venezuela parecem estar muito mais associadas a questões idiossincráticas da estrutura econômica deste país do que, propriamente, com a dinâmica do mercado financeiro internacional. Tal argumento não invalida, contudo, o impacto que a desvalorização cambial exerce sobre as variáveis macroeconômicas aqui analisadas. Como podemos verificar pela Tabela 3.3-E, a economia venezuelana apresentou crescimento negativo nos anos que experimentou crises cambiais, quais sejam, 1994, 1996 e 2002. Destes anos, a crise de 2002 foi, sem dúvida, a mais profunda, quando, então, o produto declinou quase 9,0%. Além disso, a recuperação da crise de 2002 só ocorreu dois anos depois. Ainda em 2003 a economia encontrava-se em recessão, e o produto caiu ainda mais, cerca 7,7%. Nestes dois anos, a economia apresentou contração em praticamente todos os gastos, tanto internos quanto externos, sendo que a participação do investimento doméstico bruto no PIB atingiu, em 2003, um dos níveis mais baixo dentre os quatorze anos analisados, em torno de 15,6%. Em 2004, entretanto, o investimento experimentou um crescimento exorbitante, cerca de 90%, sendo alavancado, em grande medida, pelo aumento considerável da participação do investimento público no investimento total, que passou de 11,2% do investimento total em 2000, para mais de 35% em 2004, fazendo com que o investimento experimentasse uma recuperação na participação do PIB neste mesmo ano.

Como era de se esperar, ao longo das três crises cambiais da Venezuela, o investimento doméstico bruto foi a variável que experimentou as maiores quedas. O que não é tão notório, contudo, na análise, é que o consumo privado também apresentou contrações significativas nos anos de ocorrência das crises, colaborando, sobremaneira, para a contração do produto, tendo em vista a elevada participação do consumo privado na composição do PIB.

### **3.6 - Recuperação e Padrões Macroeconômicos na América Latina e Ásia: o Papel do Regime de Comércio e da Administração Cambial.**

Dentre os determinantes da recuperação macroeconômica no período pós-crise cambial, um dos principais fatores estruturais que podem acelerar a velocidade do ajustamento está relacionado com o grau de abertura da economia. Seguindo o caminho da macroeconomia tradicional, uma desvalorização expansionista tem um efeito positivo nas exportações, na renda, e no emprego (Frenkel, 2004, p.4)<sup>73</sup>. Contudo, quanto maior o grau de abertura de determinada economia, e, portanto, mais desenvolvido for o seu setor exportador, maior a resposta do produto para um aumento da competitividade comercial por conta da desvalorização cambial.

Nos anos 80, os ajustamentos macroeconômicos ocorridos na América Latina e na Ásia, por conta da crise da dívida, já haviam sido tema de intenso debate na literatura especializada. Num estudo sobre esta questão, Sachs (1985) concluiu que, naquele momento, a superioridade no ajustamento dos países asiáticos poderia ser explicada, em grande medida, pela maior eficiência dos regimes de câmbio e de comércio. Com exceção das Filipinas, nenhuma das economias asiáticas de alta performance deixou de honrar a dívida externa, o que se distancia muito da situação que ocorreu na América Latina. Para Sachs (1985), estas duas regiões possuíam 3 características em comum e 1 distinta. Em primeiro lugar, em termos de dívida externa, os países asiáticos tinham praticamente o mesmo nível de dívida da América Latina. A Coreia, por exemplo, tinha uma dívida externa de 27,6% do PIB em 1981, enquanto que no Brasil este percentual era de 26,1% neste mesmo ano. Em segundo lugar, em relação aos termos de comércio, o autor argumenta que os países da Ásia haviam tido choques ainda mais severos que os países da América Latina. E, por fim, com relação à intervenção estatal, ambas as regiões experimentaram um processo de desenvolvimento conduzido pela estado.

---

<sup>73</sup> Como discutimos anteriormente, a desvalorização expansionista acontece em situações específicas. Frenkel (2004, p.4) chama a atenção para o fato de que a desvalorização real pode ter resultados líquidos diferentes em diferentes casos, dependendo da estrutura real e financeira do país, e da situação da economia no momento em que a desvalorização é implementada. Neste caso, uma expansão no nível de atividade e do emprego será observada somente quando não predominarem outros efeitos negativos que ocorram simultaneamente e quando a capacidade ociosa for suficiente para dar conta do aumento da demanda.

Entretanto, a principal diferença entre estas duas macrorregiões estaria no “regime de comércio e na administração da taxa de câmbio”. Enquanto a América Latina implementou uma estratégia de industrialização voltada para dentro, com forte tendência para a apreciação da moeda, os países asiáticos perseguiram uma estratégia de desenvolvimento voltado para fora, com grande estímulo ao setor exportador através de subsídios e de uma taxa de câmbio competitiva. Assim, ainda de acordo com Sachs (1985), as razões para um ajustamento mais eficiente dos países asiáticos, no caso da crise da dívida, residiriam num setor de bens comerciáveis amplo e dinâmico, capaz de trazer para o país a *hard currency*, tão importante nos momentos de crise no setor externo.

Nos anos noventa, embora a natureza das crises tenha sido diversa daquelas ocorridas nos anos oitenta, a dinâmica da recuperação macroeconômica de cada uma das regiões parece seguir um padrão bastante semelhante à década anterior. Primeiramente, quando analisamos o grau de abertura das economias latino-americanas e asiáticas, percebemos que o grau de abertura dos últimos não só continuou bastante acima dos países latino-americanos nos anos noventa (cerca de duas vezes e meia mais abertos, em média), como a resposta do setor externo asiático à desvalorização cambial nos anos posteriores à crise foi muito maior: o grau de abertura da Ásia aumentou cerca de 20 pontos percentuais do ano da crise até o terceiro ano, enquanto que na América Latina tal aumento não chegou nem a 3 pontos percentuais (Gráfico 3.4).

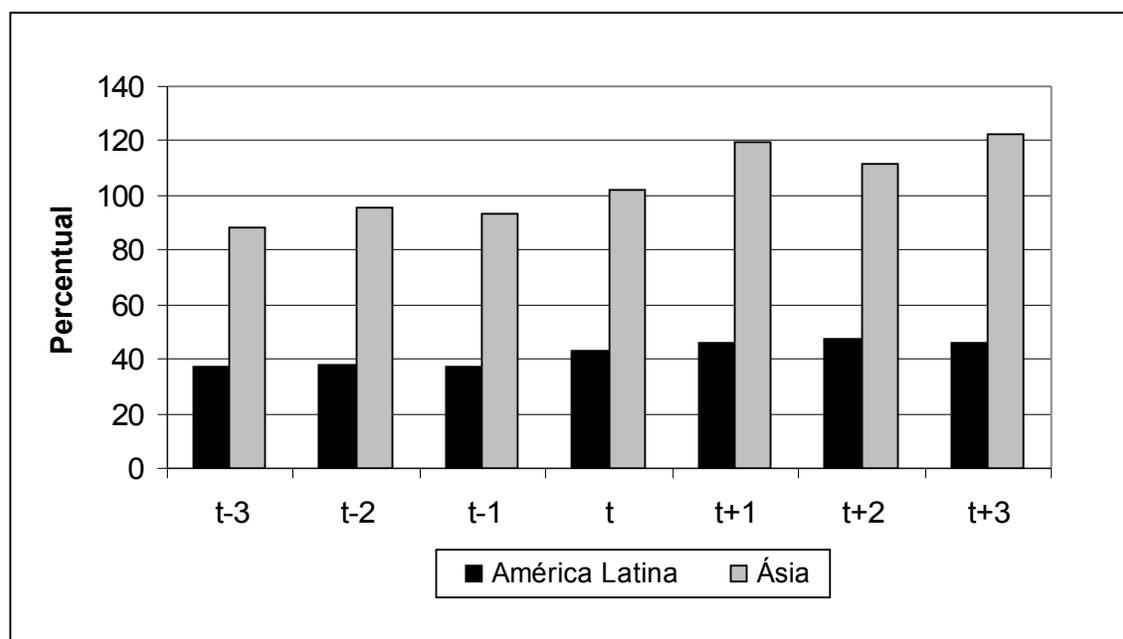
Além do grau de abertura, outra variável importante que devemos levar em conta é o nível da taxa de câmbio real efetiva (TCRE)<sup>74</sup> que se estabelece em cada país ao longo do pós-crise cambial. A TCRE traz embutida uma série de informações importantes, como, por exemplo, uma medida da transmissão de choques externos e questões relativas à política monetária/financeira. Aqui, um propósito que muito nos interessa na análise da TCRE é sua utilização como medida de competitividade internacional. Obviamente que

---

<sup>74</sup> A taxa de câmbio efetiva fornece um indicador mais preciso dos efeitos macroeconômicos da taxa de câmbio do que uma taxa bilateral simples. A taxa de câmbio efetiva nominal é um índice calculado a partir das médias geométricas ponderadas das taxas de câmbio bilaterais. A ponderação é realizada de acordo com o peso das diversas economias com as quais o país mantém relações comerciais. A taxa de câmbio **real** efetiva é a taxa de câmbio **nominal** efetiva ajustada por alguma medida de preços ou custos relativos. Assim, mudanças na taxa de câmbio real efetiva ou refletem mudanças na taxa nominal ou nos diferenciais de inflação, *vis-à-vis* os parceiros comerciais da economia. Para maiores detalhes sobre este índice ver Klau & Fung (2006).

uma TCRE que se mantém num nível mais desvalorizado, contribui enormemente para colocar o país num nível de competitividade maior frente aos seus parceiros comerciais.

**Gráfico 3.4**  
**Grau de Abertura (% do PIB) – América Latina e Ásia**



Fonte: *International Financial Statistics*, Fundo Monetário Internacional.

Nas Tabelas 3.2 e 3.3 podemos averiguar a evolução da TCRE para os países da Ásia e da América Latina, respectivamente. A principal percepção que os dados nos fornecem é que a política cambial dos países asiáticos seguiu no sentido de manter a taxa de câmbio num nível desvalorizado como forma de aproveitar o potencial exportador dessas economias. Nenhuma destas economias, até o ano 2000, havia retornado ao nível de 1997. A Indonésia manteve, em 2000, o câmbio valorizado cerca de 32,2% com relação ao nível de 1997. Para as Filipinas e para a Malásia se encontrava em torno de 18%, enquanto que a Coreia foi a que manteve um nível de desvalorização mais modesto em 2000 com relação a 1997, cerca de 6,2%.

Em contraste, os países da América Latina seguiram na direção oposta. Brasil, Equador e México apresentaram forte tendência de apreciação cambial no pré e no pós-crise cambial. No caso do Brasil, que experimentou duas crises cambiais muito próximas, percebe-se que a tendência à apreciação foi interrompida apenas nos anos das crises e em 2001, por conta de uma série de choques internos que a economia passou, como a crise no setor elétrico, por exemplo. Depois de 2002, contudo, a moeda passou novamente a se apreciar, e chegou em 2005 quase no mesmo nível do ano 2000. No caso do Equador, o processo de apreciação cambial, de 1996 a 2002 só foi interrompido pela crise cambial. Nos demais anos, percebemos uma elevada apreciação da TCRE. Já no caso do México, apesar de um pouco mais lento, a apreciação cambial também ocorreu ao longo dos anos que se seguiram à crise de 1994.

As duas importantes exceções, no caso da América Latina, ficaram por conta da Venezuela e Argentina. No caso da Venezuela, como vimos, a dinâmica cambial está mais relacionada com questões específicas da estrutura econômica daquele país, onde o petróleo exerce fundamental influência na dinâmica macroeconômica. Na quase totalidade dos quatorze anos aqui analisados, o câmbio se manteve num patamar desvalorizado, abaixo do nível de 2000. No caso da Argentina, entretanto, depois da megadesvalorização cambial, o câmbio se manteve num nível de desvalorização bastante significativo. Para se ter uma idéia, o nível do câmbio de 2005 estava cerca de 56,0% abaixo do nível de 2001. Aliado a isso, o setor exportador passou a representar uma fatia do PIB bastante maior que no período pré-crise: as exportações que correspondiam a cerca de 10,0% do PIB em 1999, chegaram em 2005 com quase 25,0% de participação. Tais evidências nos levam a concluir que o padrão de recuperação macroeconômica do pós-crise cambial na Argentina esteve muito mais próximo do padrão asiático, do que propriamente do latino-americano. As taxa elevadas de crescimento da Argentina nos últimos anos, certamente, têm a ver com este novo direcionamento da política macroeconômica naquele país.

### 3.7 - Considerações Finais

Procuramos mostrar neste trabalho os diferentes padrões de recuperação macroeconômica dos países emergentes acometidos por crises cambiais na América Latina e Ásia. Partimos da evidência de que a profundidade da crise cambial e o vigor da recuperação foram mais proeminentes na Ásia que na América Latina. Em termos da composição do produto pela ótica do gasto, a queda do consumo na América Latina e a drástica queda na taxa de investimento na Ásia foram, marcadamente, os principais componentes de ajuste da demanda doméstica nos anos das crises cambiais. No âmbito externo, a desvalorização provocada pela crise cambial foi um dos elementos centrais na recuperação tanto da América Latina quanto da Ásia. Contudo, o padrão de desenvolvimento da Ásia estruturado num setor exportador altamente dinâmico, juntamente com uma política cambial favorável a essas economias parece apresentar-se como a principal explicação para uma recuperação mais pungente nestes países. Na América Latina, a política cambial mais liberal e o processo de desenvolvimento voltado para dentro, via substituição de importações, resultaram num setor exportador não tão dinâmico quanto da Ásia, ficando o grau de abertura da América Latina cerca de 1/3 dos países asiáticos.

A análise individualizada dos países, de maneira geral, mantém grande parte dos resultados obtidos na análise agregada. A exceção, entretanto, fica por conta do padrão macroeconômico que tomou lugar na Argentina no pós-crise cambial. A elevada taxa de crescimento, juntamente com a crescente participação das exportações no PIB e uma política cambial competitiva colocou este país mais próximo do padrão asiático que do latino-americano, expressando um novo direcionamento da política macroeconômica naquele país e, quem sabe, um novo rumo para o desenvolvimento econômico desta economia.

## **CONCLUSÃO**

As crises financeiras e cambiais que se desenrolaram a partir da década de 1990 foram objeto de estudo deste trabalho. Partimos da idéia de que tais crises podem ser vistas de forma dinâmica, a partir de um desenvolvimento inicial até o seu pleno desenvolvimento. Nesta perspectiva, procuramos explorar três momentos distintos das fases que uma crise cambial pode desenvolver: os momentos que antecedem o momento da crise; o momento da ocorrência da crise, e a evolução do período posterior à crise cambial.

Em primeiro lugar, trouxemos para o centro da discussão a questão das escolhas cambiais dos países emergentes, num mundo de intensa movimentação de capitais. A idéia da trindade impossível, introduzida por Mundell na década de 1960, atestava que as economias deveriam escolher dois dentre três objetivos de política econômica: livre mobilidades de capitais, taxa de câmbio fixa e política monetária independente. Como a liberalização financeira significou, no final das contas, maior fluxo de capitais circulando entre as economias, a escolha dos países ficou restrita apenas ao câmbio fixo ou à independência da política monetária. A hipótese bipolar, desenvolvida a partir desta idéia, profetizou o esvaziamento dos regimes cambiais intermediários, uma vez que, por conta da trindade impossível, os países acabariam sendo empurrados para os extremos fixo ou flexível.

Passamos a discutir, então, a questão de que a aceitação ou não da hipótese bipolar é dependente do tipo de classificação que se utiliza, dentre um *spectrum* de regimes cambiais possíveis que vai do extremo fixo ao extremo flutuante. O grande problema, contudo, que existe em torno da classificação dos regimes cambiais é o fato de que, até 1997, a classificação do FMI era baseada na auto-declaração dos países. Isto fazia com que tais países operassem um regime cambial *de facto* diferente daquele que eles declaravam (*de jure*). Os diversos estudos que detectaram esta diferença, acabaram, ao mesmo tempo, propondo outras classificações que diferiam não só com relação à classificação *de jure* mas também das outras classificações *de facto* propostas na literatura. No final das contas, o que notamos é que a classificação dos regimes interfere não apenas na verificação da hipótese bipolar, mas em outras questões importantes que o

tema suscita, como, por exemplo, a relação que existe entre crescimento econômico e a taxa de câmbio que é adotada pelo país: os estudos divergem ao apontar qual regime cambial teve melhor desempenho em termos de crescimento econômico, em grande medida, porque usam uma variedade de classificações que fornecem resultados dependentes dessas classificações.

Frente a essas considerações, nos colocamos a questão de quais são os determinantes das escolhas cambiais. Ou, posto de outra forma, quais são as considerações feitas pelas diversas economias para que se opte por um regime cambial mais fixo ou mais flexível. Partindo da idéia de que os regimes intermediários possuem um *mix* das características do extremo flexível e do extremo fixo, passamos a analisar quais as conveniências e inconveniências oferecidas pela adoção de cada um destes extremos. A trindade impossível nos alerta para o fato de que, quanto mais rígido for o regime cambial mais a política monetária perde sua autonomia, passando a ficar ao sabor do fluxo internacional de capitais. Obviamente que ser mais rígido ou ser mais flexível depende de uma série de fatores idiossincráticos, tendo em vista que cada país possui estruturas econômicas, sociais, institucionais, culturais diferenciadas, além de estarem em diferentes posições de igualdade no jogo internacional das negociações. Além disso, o grau de flexibilidade do câmbio não está desconectado dos objetivos de política econômica que são postos por cada país. Ao contrário, é peça fundamental na elaboração de estratégias de política econômica, num mundo marcado por relações comerciais e financeiras que se estreitam rapidamente.

Num segundo momento, passamos a investigar o desenrolar de uma crise financeira a partir da utilização da Hipótese da Instabilidade Financeira desenvolvida por Minsky e estendida para economias liberalizadas financeiramente, notadamente economias emergentes. Nesta abordagem, as crises cambiais/financeiras, estariam inseridas na dinâmica da economia capitalista, sendo subproduto da própria relação financeira que se estabelece entre as unidades econômicas no desenrolar do ciclo de negócios. Conforme as unidades financeiras vão se endividando, sua classificação também transita de *hedge*, para *especulativo* e para *Ponzi*. Como vimos, unidades *hedge* possuem ativos compatíveis com as obrigações do passivo, enquanto unidades *especulativa* e *Ponzi* são unidades dependentes das condições de financiamento do

mercado, à medida que o descasamento de maturidade existente entre o ativo e o passivo exige que se realize a rolagem das dívidas e a concessão de novos empréstimos como forma de manter o equilíbrio das unidades. O racionamento de crédito por partes dos bancos, como reação ao não-pagamento de empréstimos concedidos, é parte do agravamento da crise financeira anunciada.

Na ampliação desta abordagem para o caso de uma economia aberta, a liberalização financeira se coloca como um elemento adicional de instabilidade, conforme são introduzidos novos riscos na economia, além do risco de juros. O financiamento do passivo em moeda estrangeira não apenas introduz o risco cambial, como reforça o risco de juros, já que o diferencial dos juros domésticos com relação aos juros internacionais passa a exercer influência fundamental no movimento de capitais para os mercados financeiros locais. No final das contas, a liberalização financeira antecipa e instensifica as crises cambiais, já que proporciona aos agentes maiores possibilidades de endividamento, e, portanto, permite que a economia transite mais rapidamente à uma situação de fragilidade financeira, conforme a proporção de agentes especulativo e Ponzi vai aumentando frente às unidades *hedge*.

A partir deste arcabouço teórico, analisamos as crises financeira/cambial no Brasil (1999/2002) e na Argentina (2002) a partir do ponto de vista do balanço patrimonial, investigando, a partir de alguns indicadores, até que ponto um maior grau de abertura financeira pode significar maior vulnerabilidade externa e, portanto, maior propensão a crises. O que percebemos é que a completa liberalização financeira da economia Argentina se traduziu num maior descasamento cambial e numa maior perda do produto por conta da crise que lá se instaurou, já que, neste caso, a liberalização foi associada ao *currency board* que, como vimos, imobiliza a política monetária e cambial, e deixa a economia a mercê dos movimentos dos fluxos de capitais. No Brasil, apesar do baixo crescimento, a economia não experimentou contração do produto nos períodos de crise, em parte por conta do fortalecimento do sistema bancário ao longo dos anos 90, em parte por conta da ação do governo, em 1999, que, ao vender grande parte das suas reservas e títulos indexados aos juros e ao dólar, possibilitou que os agentes pudessem se proteger da desvalorização que foi se mostrando inevitável, principalmente depois da crise Russa, em 1998.

Por fim, uma vez que o país tenha experimentado uma crise cambial, nos voltamos para análise de como se deu a dinâmica macroeconômica da recuperação do produto nestas economias. Em especial, realizamos uma comparação entre o caso latino-americano e o asiático. Em grande medida, a motivação deste estudo está centrada na observação de que economias que experimentam crises cambiais se sujeitam à uma grande perda do produto, mas a recuperação do pós-crise acontece de maneira relativamente rápida, cerca de um ou dois anos após a crise. Nossa pesquisa demonstra que o principal motor do crescimento encontra-se na demanda proveniente do setor externo, já que a desvalorização, ao aumentar a competitividade da economia, possibilita um aumento das exportações líquidas, ajudando a restaurar a confiança na economia conforme as reservas vão se reconstituindo e o mercado cambial restaura suas condições de funcionamento normal.

Os principais determinantes da recuperação econômica dos países emergentes que apontamos neste estudo foram: as condições iniciais com as quais a economia se defronta; a origem e a natureza do choque que a economia sofreu; as políticas domésticas adotadas frente ao choque e as condições do ambiente externo. Cada um desses fatores, a partir das suas configurações estruturais/conjunturais, permite que o produto se recupere mais rápido ou mais lentamente. Juros internacionais mais baixos, por exemplo, são um fator que incentiva o investimento na economia nacional e acelera a recuperação econômica no pós-crise cambial.

Depois de analisar as regiões da América Latina e da Ásia no agregado, a análise passou a contemplar a situação individual de cada país, sem perder, contudo, o foco nas grandes regiões. Este novo ponto de vista é extremamente relevante no caso da Ásia, em que as crises ocorreram basicamente no mesmo período, mais ainda mais elucidativo no caso da América Latina, onde as crises ocorreram em momentos bastante diferenciados, motivados por conjunturas doméstica e internacional com características diversas. Apesar de reforçar, em grande medida, a análise agregada, o foco nos países, no caso latino-americano, nos mostra que a situação da Argentina tem evoluído de forma a se aproximar mais da dinâmica do pós-crise da Ásia, do que propriamente da região a que pertence. Uma política cambial mais competitiva e uma dinâmica exportadora pungente,

juntamente com taxas de crescimento elevadas estão entre as evidências que nos permitem dar suporte a essa afirmação.

## Referências Bibliográficas

- ALBA, Pedro, BHATTACHARYA, Amar, CLASESENS, Stenji, GHOSH, Swati & HERNANDEZ, Leonardo (1999) “The Role of Macroeconomic and Financial Sector Linkages in East Asia’s Financial Crisis”. Em: AGÉNOR, Pierre, MILLER, Marcus, VINES, David & WEBER, Axel (Eds.) *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion, and Consequences*. Cambridge: Cambridge University Press.
- ALLEN, Mark, ROSENBERG, Christoph, KELLER, Christian, SETSER, Brad & ROUBINI, Nouriel (2002) “A Balance Sheet Approach to Financial Crisis”. *International Monetary Fund*. Working Paper n° 02/210. <http://www.imf.org> [acessado em 05/07/2007]
- ALVES Jr., Antônio José, FERRARI FILHO, Fenando, PAULA, Luis Fernando de (2000) “The Post Keynesian Critique of Conventional Currency Crisis Models and Davidson’s Proposal to Reform the International Monetary System”. *Journal of Post Keynesian Economics*, n°. 22, vol. 2, pp. 207-225.
- ARESTIS, Phillip & GLICKMAN, Murray (2002) “Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion the Miskyan Way”. *Cambridge Journal of Economics*, 26, 237-260.
- ARIDA, Persio, BACHA, Edmar Lisboa, LARA-RESENDE, André (2004) "Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the case o Brasil". Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças.
- ARIYOSHI, Akira, HABERMEIER, Karl, LAURENS, Bernard, ÖTKER-ROBE, Inci, CANALES-KRILJENKO, Jorge Iván & KIRILENKO, Andrei (2000) “Capital Control: Country Experiences with Their Use and Liberalization” *FMI*, Occasional paper, 190.
- ASIAN DEVELOPMENT BANK STATISTICS. <http://www.adb.org> [Vários acessos]
- AVERBUG, André & GIAMBIAGI, Fábio (2000) “A Crise Brasileira de 1998/1999: Origens e Conseqüências”. BNDES. Texto para discussão n° 77.
- AZIZ, Jahangir, CARAMAZZA, Francesco, SALGADO, Ranil (2000) “Currency Crisis: in Search of Common Elements”. *International Monetary Fund*. Working Paper n° 00/67. <http://www.imf.org> [acessado em 21/03/2007]
- BANCO DE MEXICO, Informações Econômicas e Financeiras. <http://banxico.org.mx>. [acessado em 10/07/2007]

- BARRO, Robert J. (2001) “Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis”. *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, N° 8330, <http://www.nber.org/papers/w8330> [acessado em 23/03/2007]
- BARRO, Robert J. & GORDON, David (1983) “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model.” *Journal of Political Economy* 91, no. 4 (Agosto): 589-610.
- BATISTA, Paulo Nogueira (2002) “Argentina: Uma Crise Paradigmática”. *Estudos Avançados*, 16 (44).
- BCRA – Banco Central de la República Argentina. *Ley de Entidades Financieras*. <http://www.bcra.gov.br>
- BERG, Andrew & BORENSZTEIN, E. (2000) “Full Dollarization: The Pros and Cons” *IMF Working Paper* WP/00/50 – International Monetary Fund. <http://www.imf.org> [acessado em 29/05/2006]
- BERNANKE, Ben & GERTLER, Mark (1989) “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”. *The American Economic Review*, vol. 79, n°. 1, 14-31.
- BERNANKE, Ben S., LAUBACH, Thomas, POSEN, Adam S., MISHKIN, Frederic S. (1999) *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- BOGETIC, Zeljko (1999) “Official or “Full” Dollarization: Current Experiences and Issues.” Mimeo. <http://www.geocities.com/Eureka/Concourse/8751/edisi04/bogdllr.htm> [acessado em 29/05/2006]
- BORDO, Michael, EICHENGREEN, Barry, KLINGEBIEL, Daniela & MARTINEZ-PERIA, Maria Soledad (2001) “Is the Crisis Problem Growing more Severe?” *Economic Policy*, 51-82.
- BUSTELO, Pablo (2004) “Capital Flows and Financial Crises: A Comparative Analysis of East Asia (1997-1998) and Argentina (2001-2002)”. *Complutense University of Madrid – Faculty of Economics*. Working Paper, n° 2004-017. <http://www.ucm.es/info/eid/prof/bustelo.htm> [acessado em 10/06/2007]
- CALVO, Guillermo (1978) “On the Time Consistency of Optimal Policy in the Monetary Economy.” *Econometrica* 46, no. 6 (Novembro): 1411-28.
- CALVO, Guillermo (1999) “Contagion in Emerging Markets: When *Wall Street* is a Carrier”. Mimeo, University of Maryland.

- CALVO, Guillermo, MENDOZA, Enrique (1996) "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold". International Finance Discussion Papers, nº 545, Board of Governors of Federal Reserve System.  
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/545/ifdp545.pdf>  
 [acessado em 18/07/2007]
- CALVO, Guillermo A. & MISHKIN, Frederic S. (2003) "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries." *NBER Working Paper*, no. 9808  
<http://www.nber.org/papers/w9808> [acessado em 31/03/2006]
- CALVO, Guillermo, IZQUIERDO, Alejandro & TALVI, Ernesto (2002) "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons". Mimeo. Inter-American Development Bank, artigo apresentado no encontro anual do IADB.
- CALVO, Guillermo & REINHART, Carmen (2000) "Fear of Floating." *National Bureau of Economic Research. Working Paper 7993*.  
<http://www.nber.org/papers/w7993> [acessado em 01/06/2006]
- CALVO, Guillermo & REINHART, Carmen (2002) "Fear of Floating." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No.2, pp.379-408.
- CANO, Wilson (2002) "Venezuela: Limites para uma Nova Política Econômica". *Economia e Sociedade*, v.11, n.1 (18), p.95-127, Campinas.
- CANUTO, Otaviano (2002) *O Problema do Peso e as Eleições*. Jornal Valor Econômico. São Paulo, 04 de julho.
- CARDOSO, Eliana & GOLDFAJN, Illan (1997) "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls". International Monetary Fund. Working Paper nº 97/115.  
<http://www.imf.org> [acessado em 26/08/2007]
- CEPAL, Estadísticas Económicas. <http://www.eclac.cl>. Vários acessos.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de (1992) *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. England: Edward Elgar.
- CHANG, Roberto & VELASCO, Andrés (1998) "Financial Crises in Emerging Markets: a Canonical Model". Economic Research Reports. New York University.  
<http://ksghome.harvard.edu/~avelasco/Files/Research/RR98-21.pdf>  
 [acessado em 10/08/2007]
- CHOI, Changkyu (2001) "Speculative Attack Theory and Currency Crisis in Korea". Em: GHOSH, B. N. (ed.) *Global Financial Crises and Reforms – Cases and Caveats*. London and New York: Routledge.

- CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo & ROUBINI, Nouriel (1998a) “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomia Overview”. NBER Working Paper n° 6833. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.  
<http://www.nber.org> [acessado em 23/06/2007]
- CORSETTI, Giancarlo, PESENTI, Paolo & ROUBINI, Nouriel (1998b) “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Police Debate”. NBER Working Paper n° 6834. Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research.  
<http://www.nber.org> [acessado em 23/06/2007]
- COZZI, Giovanni & TOPOROWSKI, Jan (2006) “The Balance Sheet Approach to Financial Crises in Emerging Markets”. The Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper n° 485.  
<http://www.levy.org/pubs/wp485.pdf> [acessado em 30/07/2007]
- CRUZ, Moritz, AMANN, Edmund, WALTERS, Bernard (2005) “Expectations, the Business Cycle and the Mexican Peso”. Cambridge Journal of Economics, 30, December.
- DE LA TORRE, Augusto, LEVY-YEYATI, Eduardo & SCHMUKLER, Sergio (2002) “Argentina’s Financial Crisis: Floating Money, Sinking Banking”. Mimeo.
- DOCTOR, Mahrukh & PAULA, Luiz Fernando de (2007) “Foreign Interests and Financial Crises in Brazil”. Center of Brazilian Studies. University of Oxford. Working Paper Number CBS-78-07.
- DORAISAMI, Anita (2001) “The Malaysian Currency Crisis: Capital Flows, Policy Response and Macroeconomic Vulnerability”. Em: GHOSH, B. N. (ed.) *Global Financial Crises and Reforms – Cases and Caveats*. London and New York: Routledge.
- EBRAHIM-ZADEH, Christine (2003) “Dutch Disease: Too Much Wealth Managed Unwisely”. *IMF – Finance and Development*, V. 4, No. 1.  
<http://www.imf.org> [acessado em 04/12/2006]
- EDWARDS, Sebastian (1987) “Exchange Rate Misalignment in Developing Countries.” *National Bureau of Economic Research*. Discussion Paper 442.  
<http://www.nber.org> [acessado em 28/07/2006]
- EDWARDS, Sebastian (1997) “The Mexican Peso Crisis: How Much Did We Know? When Did We Know It?” National Bureau of Economic Research, n° 6334.  
<http://www.nber.org/papers/w6334.pdf> [acessado em 18/07/2007]

- EDWARDS, Sebastian (2000) "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention". *National Bureau of Economic Research* (dezembro).  
<http://www.nber.org> [acessado em 23/01/2006]
- EICHENGREEN, Barry (1994) *International Monetary Arrangements for the 21st Century*. Washington D.C., Brookings Institution.
- EICHENGREEN, Barry (1999) *Toward a New International Financial Architecture*. Washington: Institute for International Economics.
- EICHENGREEN, Barry & HAUSMANN, Ricardo (1999) "Exchange Rates and Financial Fragility." *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 7418.  
<http://www.nber.org> [acessado em 12/05/2006]
- EICHENGREEN, Barry, HAUSMANN, Ricardo, PANIZZA, Ugo (2002) "Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption". Artigo preparado para a conferência "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin", Inter-American Development Bank, Washington D.C., 21-22 de Novembro.
- EICHENGREEN, Barry, HAUSMANN, Ricardo & PANIZZA, Ugo (2005) "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are not the Same and Why it Matters." *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 10036.  
<http://www.nber.org> [acessado em 21/11/2006]
- EICHENGREEN, Barry, ROSE, Andrew & WYPLOSZ, Charles (1995) "Exchange Market Mayhem: the Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks". Mimeo.  
<http://faculty.haas.berkeley.edu/aroze/ERW3EP.pdf> [acessado em 23/04/2007]
- FELDSTEIN, Martin (2003) "Economic and Financial Crises in Emergin Market Economies – An Overview of Prevention and Management". Em: FELDSTEIN, Martin (ed.) *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*. Chicago and London: National Bureau of Economic Research.
- FERRARI-FILHO, Fernando & PAULA, Luiz Fernando de (2006) "Regime Cambial, Conversibilidade da Conta de Capital e Performance Econômica: a Experiência Recente de Brasil, Rússia, Índia e China". Em: SICSÚ, J. & FERRARI-FILHO, F. *Câmbio e Controle de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- FISCHER, Stanley (1999). "The Asian Crisis: The Return of Growth" (discurso). Fundo Monetário Internacional.  
<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/061799.htm>  
[acessado em 31/05/2007]
- FISCHER, Stanley (2001) "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" Distinguished Lecture on Economics in Government, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 3-24.

- FRANKEL, Jeffrey (1999a) “No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times.” *Essays in international finance*, nº 215, Princeton, Princeton University, International Finance Section, August.  
[http://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Essays/E215.pdf](http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E215.pdf) [em 28/04/2006]
- FRANKEL, Jeffery (1999b) “The International Financial Architecture”. *The Brookings Institute*, Policy Brief, 51.  
<http://www.brookings.edu> [acessado em 19/11/2006]
- FRANKEL, Jeffrey (2003) “Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies.” *NBER Working Paper*, Harvard University.  
<http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/> [acessado em 29/03/2006]
- FRANKEL, Jeffrey & ROSE, Andrew (1996) “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Research Paper, nº 534 (Janeiro).
- FRANKEL, Jeffrey, SCHMUKLER, Sergio & SERVÉN, Luis (2000) “Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime.” In: COLLINS, S. and RODRICK, D. *Brookings Trade Forum 2000*. Washington DC: Brookings Institution.
- FREITAS, María Cristina Penido de & PRATES, Daniela Magalhães (2000) “Financial Openness: The Experience of Argentina, Brazil and México”. *CEPAL*. *Cepal Review* nº 70, pp. 55-72.  
<http://www.eclac.org> [acessada em 19/08/2007]
- FRENKEL, Robert (2004) “Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico”. Cedes, Buenos Aires, artigo apresentado para o G24.  
<http://www.g24.org/fren0904.pdf> [acessado 10/06/2007]
- FRIEDMAN, Milton (1953) “The Case for Flexible Exchange Rates.” In: *Essays in Positive Economics*. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- GHOSH, Atish R., GULDE, Anne-Marie, OSTRY, Jonathan, & WOLF, Holger (1997) “Does the Nominal Exchange Rate Matter?” NBER Working Paper nº 5874, Cambridge, MA.  
<http://www.nber.org> [acessado em 04/12/2006]
- GHOSH, Atish R., GULDE, Anne-Marie, OSTRY, Jonathan, & WOLF, Holger (2000) “Currency Board: More than a Quick Fix?” *Economic Policy*, Vol.15, No. 31, pp. 269-335.  
<http://www.jstor.org> [acessado em 04/12/2006]

- GOLDFAJN, Ilan & MINELLA, André (2005) "Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned? *National Bureau of Economic Research*. Working Paper n° 11640.  
<http://www.nber.org/papers/w11640> [acessado em 21/08/2007]
- GOLDENSTEIN, Morris (2003) "Debt Sustainability, Brazil and IMF". *Institute of International Economics*. Working Paper 03-1.  
<http://iie.com> [acessado em 18/07/2007]
- GOLDSTEIN, Morris & TURNER, Phillip (2004) *Controlling Currency Mismatches*. Washington, D. C.: Institute for International Economics.
- GOODHART, Charles A.E. & VIÑALS, J. (1994) "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes." In: FUHRER, Jeffrey C. (ed.) *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers*. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 38: 139-187.
- GORETTI, Manuela (2005) "The Brazilian Currency Turmoil of 2002: A Nonlinear Analysis". *International Journal of Finance & Economics*, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 10(4), pp. 289-306.
- GUPTA, Poonam, MISHRA, Deepak, SAHAY, Ratna (2003) "Output Response to Currency Crises". *IMF Working Paper*, n° 230. *International Monetary Fund*.  
<http://www.imf.org> [acessado em 16/02/2007]
- HANKE, Steven & SCHULER, Kurt (1994) *Currency Boards for Developing Countries: A Handbook*. San Francisco: ICS Press.
- HALDANE, Andrew G. (ed.) (1995) *Targeting Inflation*. London: Bank of England.
- HAUSMANN, Ricardo, GAVIN, Michael, PAGES-SERRA, Carmen & STEIN, Ernesto (1999) "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime." *Inter-American Development Bank*. Working Paper 400, Washington DC.
- HAUSMANN, Ricardo & PANIZZA, Ugo (2003) "The Mystery of Original Sin". *Harvard University and Inter-American Development Bank*. Mimeo.
- HERMANN, Jennifer (2001) "A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos Anos 1990: Uma Análise Crítica". Mimeo.  
<http://www.ie.ufrj.br/moeda> [acessado em 19/08/2007]
- HONG, Kiseok, TORNELL, Aaron (2005) "Recovery from a Currency Crisis: Some Stylized Facts". *Journal of Development Economics*, n° 76, pp. 71-96.
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS – FMI. <http://www.imf.org> [Vários acessos]

- INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF (1994) “Articles of Agreement of International Monetary Fund”. *International Monetary Fund*.  
<http://www.imf.org> [acessado em 26/08/2007]
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1997) *Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries*. Chapter IV. World Economic Outlook.  
<http://www.imf.org>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2000) *Annual Report*.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND - IMF (2003) “The IMF and Recent Capital Account Crises – Indonesia, Korea, Brazil”.  
<http://www.imf.org> [acessado em 04/07/2007]
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005) “De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework.”  
<http://www.imf.org> [acessado em 17/08/2006]
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, various issues, (1949-1978). *Annual Report on Exchange Restrictions* (International Monetary Fund: Washington DC)
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, various issues, (1979-2001). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (International Monetary Fund: Washington DC)
- IPEADATA. <http://ipeadata.gov.br> [Vários Acessos]
- KAMINSKY, Graciela & REINHART, Carmen (1999) “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”. *American Economic Review*, nº 89, vol. 3, pp. 473-500.
- KENEN, Peter (2001) *The International Financial Architecture – What’s New? What’s Missing?* Washington: Institute for International Economics.
- KLAU, Marc & FUNG, San Sau (2006) “The New BIS Effective Exchange Rate Indices”. *BIS Quarterly Review*. Bank of International Settlements.  
<http://www.bis.org> [acessado em 20/07/2006]
- KREGEL, Jan (1998) “ Yes, “It” Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia. *Levy Economics Institute*. Working Paper nº 234.
- KRUGMAN, Paul (1979) “A Model of Balance-of-Payments Crises”. *Journal of Money, Credit and Banking*, nº 11, pp. 311-325.
- KRUGMAN, Paul (1997) “Currency Crisis”. Mimeo.

- KRUGMAN, Paul (1999a) “Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis”. Mimeo. <http://web.mit.edu/krugman/www/MINICRIS.htm> [acessado em 11/04/2007]
- KRUGMAN, Paul (1999b) “Balance sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises”. *International Tax and Public Finance*, vol. 6, n° 4, pp. 459-472.
- KYDLAND, Finn & PRESCOTT, Edward (1977) “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” *Journal of Political Economy* 85, no. 3 (June): 473-92.
- JACOME, Luis (2004) “The Late 1990s Financial Crisis in Ecuador: Institutional Weakness, Fiscal Rigidities and Financial Dollarization at Work”. *IMF Working Paper* 04/12. *International Monetary Fund*. <http://www.imf.org> [acessado em 01/03/007]
- LEE, Jong-Wha & RHEE, Changyong (2002) “Macroeconomic Impacts of the Korean Financial Crisis: Comparison with the Cross-country Pattern”. *The World Economy*, n° 25, vol. 4, pp. 539-562.
- LEIDERMAN, Leonardo & SVENSSON, Lars E. O. (1995) *Inflation Targeting*. Londres: Centre for Economic Policy Research.
- LEVY-YEYATI, Eduardo. & STURZENEGGER, Federico. (1999) “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words.” Mimeo.
- LEVY-YEYATI, Eduardo & STURZENEGGER, Federico. (2001) “To float or to Trail: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes.” *NBER Summer Institute*, Universidad Torcuato di Tella. <http://www.utdt.edu/departamentos/empresarial/cif/pdfs-wp/wpcif-012001.pdf> [acessado em 15/01/2006]
- LEVY-YEYATI, Eduardo. & STURZENEGGER, Federico. (2002) “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words.” *Business School, Universidad Torcuato di Tella*. <http://www.utdt.edu/~fsturzen/DW2002.pdf> [acessado em 26/01/2006]
- LICHA, Luis Antonio (1999) “*Sunspots* cumprem algum papel nas crises cambiais?”. Mimeo. [http://www.abphe.org.br/congresso1999/Textos/ANTON\\_3.pdf](http://www.abphe.org.br/congresso1999/Textos/ANTON_3.pdf) [Acessado em 16/05/2007]
- LOAYZA, Norman & SOTO, Raimundo (2001) “Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges.” Central Bank of Chile. Working paper No. 31. <http://www.bcentral.cl> [acessado em 11/12/2006]

- LOPEZ, Julio. (1997) "Mexico's Crisis: Financial Modernization and External Financial Fragility". Cuadernos de Trabajo 37. México: Universidad Nacional Autónoma de México.
- MASSON, Paul (2001) "Exchange Rate Regime Transitions" *Journal of Development Economics*, Vol. 64, pp. 571-686.
- MASSON, Paul, SAVASTANO, Miguel, SHARMA, Sunil (1997) "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries." *International Monetary Fund*, Working Paper 97/130, October.  
<http://www.imf.org> [acessado em 05/12/2006]
- MATHIAS, João Felipe Cury Marinho (2003) "Abordagem Sistêmica de Crises Cambiais: Uma Interpretação da Crise Brasileira de 1999". Tese de doutoramento submetida ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- MCCALLUM, Bennett T. (1996) "Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, the United Kingdom, and in general." *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 5579.  
<http://nber.org> [acessado em 11/12/2006]
- McHALE, John (1999) "Currency and Financial Crises: The Case of Thailand". *National Bureau of Economic Research*.  
[http://www.nber.org/crisis/thai\\_report.html](http://www.nber.org/crisis/thai_report.html) [acessado em 19/07/2007]
- MILESI-FERRETI, Gian Maria & RAZIN, Assaf (1998) "Current Account Reversal and Currency Crises: Empirical Regularities". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, 6620.  
<http://www.nber.org/papers/w6620.pdf> [acessado em 06/03/2007]
- MINSKY, Hyman P. (1995) "Financial Factors in the Economics of Capitalism". *Journal of Financial Services Research*, 9, pp.197-208.
- MINSKY, Hyman P. (1996) "Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalism". *The Levy Institute of Bard College*. Working Paper nº 155.  
<http://www.levy.org/pubs/w155.pdf> [acessado em 11/08/2007]
- MISHKIN, Frederic (1996) "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective." *National Bureau of Economic Research*.  
<http://nber.org> [acessado em 21/07/2006]
- MISHKIN, Frederic. S. (1998) "Exchange-Rate Pegging in Emerging-Market Countries?" Columbia University.  
<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/research.html>  
[acessado em 17/07/2006]

- MISHKIN, Frederic. S. (1999a) "International Experience with Different Monetary Policy Regimes" *National Bureau of Economic Research*, Working Paper No. 6965.  
<http://nber.org> [acessado em 06/12/2006]
- MISHKIN, Frederic (1999b) "Lessons From Asian Crisis". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper n° 7102.  
<http://www.nber.org/papers/w7102.pdf> [acessado em 19/07/2007]
- MISHKIN, Frederic S. (2000) "Inflation Targeting in Emerging Market Countries." *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 7618.  
<http://nber.org> [acessado em 11/12/2006]
- MISHKIN, Frederic S. (2003) "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries". In: FELDSTEIN, Martin (Ed.) *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- MISHKIN, Frederic S. & POSEN, Adam (1997) "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." Federal Reserve Bank of New York. *Economic Policy Review*, v.3, no. 3 (August): 9-110.  
<http://www.ny.frb.org/research/epr/1997.html> [acessado em 11/12/2006]
- MISHKIN, Frederic & SAVASTANO, Miguel (2000) "Monetary Policy Strategies for Latin America." *National Bureau of Economic Research*, No. 7617.  
<http://nber.org> [acessado em 09/05/2006]
- MUNDELL, Robert A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51 (3): 657-665.
- MUNDELL, Robert A. (1963) "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible exchange rates." *Canadian Journal of Economics and Political Science*. Vol.29, No.4 (November), pp.475-485.
- MUSSA, Michael, JADRESIC, Alexandre Swoboda Esteban, MAURO, Paolo, BERG, Andy (2000) "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *FMI*, Occasional Paper, 193.
- NOLAND, Marcus (2000) "How the Sick Man Avoided Pneumonia: The Philippines in the Asian Financial Crisis". *Peterson Institute for International Economics*. Working Paper 00-5.  
<http://www.petersoninstitute.org> [acessado em 19/07/2007]
- NISSANKE, Machiko, STEIN, Howard. (2003) "Financial Globalization and Economic Development: Toward an Institutional Foundation". *Eastern Economic Journal*, Spring.

- OBSTFELD, Maurice (1998) "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" Center of International and Development Economic Research/University of California. Paper C98-098.  
<http://repositories.cdlib.org/iber/cider/c98-098> [acessado em 12/07/2006]
- OBSTFELD, Maurice & ROGOFF, Kenneth (1995) "The Mirage of Fixed Exchange Rates." *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No.4, pp. 73-96.
- ONARAN, Özlem (2006) "Speculation-Led Growth and Fragility in Turkey: Does EU Make a Difference or "Can It Happen Again?" *Viena University of Economics & B.A.* Working Paper n° 93.  
<http://www.wu-wien.ac.at/inst/vw1/papers/wu-wp93.pdf> [acessado em 03/08/2007]
- PAINCEIRA, Juan Pablo & CARCANHOLO, Marcelo Dias (2002) "Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os Impactos sobre Brasil, México e Argentina". *Instituto de Economia/UFRJ*. Texto para discussão n° 2002.004.  
<http://www.ie.ufrj.br/publicacoes> [acessado em 27/08/2007]
- PAULA, Luis Fernando Rodrigues de (2004) "A Questão da Autonomia do Banco Central: Uma Visão Alternativa". *Indicadores FEE*, v. 32, n.2, pp.253-264.
- PAULA, Luiz Fernando de (2007) "Financial Liberalisation, Exchange Rate Regime and Economic Performance in BRICs Countries". Mimeo.
- PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de & ALVES, Antônio José (2000) "External Financial Fragility and the 1998-99 Brazilian Currency Crisis". Mimeo.  
<http://www.ie.ufrj.br/moeda> [acessado em 07/08/2007]
- PARK, Yung Chul, LEE, Jong-Wha (2001) "Recovery and Sustainability in East Asia". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper 8373.  
<http://www.nber.org/papers/w8373> [acessado em 09/02/2007]
- PRZEWORSKI, Adam & VREELAND, James R. (2000) "The Effect of IMF Programs on Economic Growth". *Journal of Development Economics*, vol. 62, pp. 385-421.
- RADELET, Steven (2001) "Indonesia: The Long Road to Recovery". Em: GHOSH, B. N. (ed.) *Global Financial Crises and Reforms – Cases and Caveats*. London and New York: Routledge.
- REINHART, Carmen. M. & ROGOFF, Keneth S. (2002) "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: a reinterpretation." *National Bureau of Economic Research*. Working Paper, no. 8963.  
<http://www.nber.org/papers/wp8963> [acessado em 15/01/2006]

- ROGOFF, Keneth, HUSAIN, Aasim, MODY, Ashoka, BROOKS, Robin & OAMES, Nienke (2003) “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes.” *IMF Working Paper WP/03/243*. International Monetary Fund.  
<http://www.imf.org> [acessado em 15/01/2006]
- ROUBINI, Nouriel & SETSER, Brad (2004) *Bailouts or Bail-ins? – Responding to Financial Crises in Emerging Economies*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- SACHS, Jeffrey (1985) “External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia”. *Brooking Papers on Economic Activity*, nº 2, pp. 523-573.
- SACHS, Jeffrey, TORNELL, Aaron & VELASCO, Andrés (1996a) “The Collapse of The Mexican Peso: What Have We Learned?” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nº 5142.  
<http://www.nber.org> [acessado em 06/03/2007]
- SACHS, Jeffrey, TORNELL, Aaron & VELASCO, Andrés (1996b) “The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?” *National Bureau of Economic Research*, Working Paper nº 5563,  
<http://www.nber.org/papers/w5563.pdf> [acessado em 18/07/2007]
- SACHS, Jeffrey & RADELET, Steven (1998) “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”. *Harvard Institute for International Development*.
- SCHULER, Kurt. “Introduction to Currency Boards.” Mimeo.  
<http://users.erols.com/kurrency/intro.htm> [acessado em 13/07/2006]
- SCHULER, Kurt (2000) “Basics of Dollarization.” *Joint Economic Committee Staff Report Office of the Chairman, Connie Mack*. Mimeo.  
<http://users.erols.com/kurrency/basicup.htm> [acessado em 28/11/2006]
- SCHULER, Kurt. (2005) “Classifying Exchange Rates.” Mimeo.  
<http://users.erols.com/kurrency/classifying.pdf> [acessado em 27/05/2006]
- SCHROEDER, Susan K. (2002) “A Minskyan Analysis of Financial Crisis in Developing Countries”. *Center of Economic Policy Analysis (CEPA)*. Working Paper nº 2002/09.  
<http://www.newschool.edu/cepa> [acessado em 03/08/2007]
- SICSÚ, João (2006) “Rumos da Liberalização Financeira Brasileira”. *Revista de Economia Política*, vol. 26, nº 3 (103), pp.364-380.
- SICSÚ, João. & FERRARI-FILHO, Fernando (orgs.) (2006) “Câmbio e Controle de Capitais”. Rio de Janeiro: Editora Campus.

- SICSÚ, João & CARVALHO, Fernando J. Cardim de Carvalho (2007) “Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o caso da Malásia”. Em: SICSÚ, João, *Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- SICSÚ, João (2007a) “Câmbio, Especulação e juros no modelo da Teoria Geral”. Em: SICSÚ, João, *Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- SICSÚ, João (2007b) “A Liberalização Financeira Brasileira no Período 1988-2002”. Em: SICSÚ, João, *Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- SUMMERS, Lawrence H. (2000) “International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures.” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol.90, No. 2, pp. 1-16.
- TAVLAS, George S. (2003) “The Economics of Exchange-Rate Regimes: A Review Essay.” *The World Economy*, Volume 26, issue 8, pp. 1215-1246.
- TORNELL, Aaron (1999) “Common Fundamentals in The Tequila and Asian Crises”. *National Bureau of Economic Research. Working Paper n° 7139*.  
<http://www.nber.org/papers/w7130.pdf> [acessado em 19/07/2007]
- TORRE, Leonardo (2001) “Banking Crisis in Mexico”. Em: GHOSH, B. N. (ed.) *Global Financial Crises and Reforms – Cases and Caveats*. London and New York: Routledge.
- USA, Department of the Treasury (May, 2005) “Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policy.”  
<http://www.ustreas.gov> [acessado em 03/12/2006]
- USA, Department of the Treasury (May, 2006) “Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policy.”  
<http://www.ustreas.gov> [acessado em 03/12/2006]
- VELASCO, A. (2000) “Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?” *G-24 Discussions Papers Series*. New York and Genova: United Nations Conference on Trade and Development.
- WILLIAMSON, John (1998) “Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility.” *International finance*.  
<http://www.iie.com> [acessado em 21/07/2006]
- WILLIAMSON, John (2000) “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option”. Washington, DC: Institute for International Economics.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK DATABASES – FMI. <http://www.imf.org> [Vários Acessos]

ZUALENDO, Juan (2006) “Determinants of Venezuela’s Equilibrium Real Exchange Rate”. *Fundo Monetário Internacional*. Working Paper nº 06/07. <http://www.imf.org> [acessado em 19/07/2007]

### Sites

[www.dictionary.com](http://www.dictionary.com)

<http://dictionary.cambridge.org>

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)