

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA COMPARAÇÃO ENTRE A CRISE ASIÁTICA E AS CRISES NO MÉXICO

(1994) E DO BRASIL (1998)

Andréa Maria Tuttman

Matrícula: 9524017-2

Orientador: José Marcio Camargo

Dezembro de 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

UMA COMPARAÇÃO ENTRE A CRISE ASIÁTICA, A CRISE DO MÉXICO (1994)
E SEUS EFEITOS NO BRASIL.

Andréa Maria Tuttman

Matrícula: 9524017-2

Orientador: José Marcio Camargo

Dezembro de 1999

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Aos meus pais e ao meu irmão com amor

ÍNDICE

Introdução	6
Capítulo 1: A Crise Asiática	9
Elementos de uma crise financeira	10
Aspectos macroeconômicos	11
A precariedade do sistema financeiro	13
Fatores Convencionais	15
Fatores não convencionais	16
Capítulo 2: A Crise do México (1995)	20
A situação mexicana	20
Indicadores macroeconômicos	21
Capítulo 3: A Crise no Brasil (1999)	26
Aspectos macroeconômicos da economia brasileira	26
Balança Comercial brasileira	28
Taxa de Câmbio brasileira	29
Inflação brasileira e suas metas	31
Conclusão	34
Bibliografia	36
Tabela 1: Fluxo de capitais privados para mercados emergentes	38
Tabela 2: Déficit Fiscal (% PIB)	39
Tabela 3: Inflação %	40
Tabela 4: Reservas Internacionais	41
Tabela 5: Poupança e investimento	42
Tabela 6: M2 / Reservas Internacionais	43
Tabela 7: Fluxo de capitais privado	44
Tabela 8: Indicadores macroeconômicos do México	45
Tabela 9: Indicadores macroeconômicos do Brasil	46

INTRODUÇÃO

"During the first half of the 1990's, both economic and political events in the developing countries defied all expectations. Nations that most thought would not regain access to world financial markets for a generation abruptly became favorites of private investors, who plied them with capital inflows on a scale not seen since before World War I".

Em meados de 1997, a crise da Ásia, deflagrada pelo colapso cambial, teve efeitos devastadores sobre alguns países da região. Levados a flutuar suas moedas diante da deterioração do preço dos ativos domésticos, falência de um grande número de firmas e da perda de confiança por parte dos investidores nacionais e estrangeiros, esses países se viram obrigados a iniciar um processo de reajuste estrutural de suas economias, o que resultou em queda do produto, aumento das taxas de juros e inflação.

Diante dessa crise, os economistas de Washington (FMI e Tesouro Norte-Americano) surpreendentemente não aplicaram análises econômicas ortodoxas porque as suas preocupações não eram quanto aos fundamentos econômicos, mas sim quanto a confiança do mercado. Para restaurar essa credibilidade, não era necessário fazer o uso de políticas "sensatas" e "corretas", mas sim de ações que, provavelmente, atacariam o preconceito dos investidores.

Planos de estabilização foram implementados, restaurando a credibilidade a médio prazo, com a volta de investimentos, canalizados principalmente nos mercados de ações

e de investimentos diretos. Argumentaremos neste trabalho, que a crise asiática foi resultado da iliquidez internacional promovida pelo maciço influxo de capitais, determinado pelas garantias implícitas dos governos locais e do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Neste estudo, procuramos entender os processos de estabilização adotados pelas economias asiáticas, com o objetivo de determinar como a crise afetou e modificou a economia de alguns países asiáticos como a Coreia e Tailândia e o que eles estão fazendo para a retomada do equilíbrio.

Assim, objetivamos estudar as causas do comportamento de um conjunto de países asiáticos, do México e do Brasil, encontrando as suas semelhanças e suas diferenças para que possamos entender o comportamento dos preços domésticos desses países após as desvalorizações das suas moedas.

Procuraremos mostrar que apesar das economias asiáticas apresentarem equilíbrio fiscal, o debilitado setor financeiro desses países representam um *hidden fiscal déficit*. Será analisado o comportamento das principais variáveis macroeconômicas durante o processo desde o início da crise, com o objetivo de extrair informações aplicáveis em outros países. Será dado ênfase especial ao comportamento das taxas de inflação.

A monografia está organizada da seguinte forma: no Capítulo I, iniciaremos a análise do caso asiático, explicando os motivos que levaram à crise, a análise das principais variáveis macroeconômicas e os programas de estabilização. Nos Capítulos II e III, focamos o estudo nas experiências mexicana e brasileira respectivamente, analisando a evolução dos principais indicadores econômicos nesses países.

Na conclusão tentamos comparar os diferentes efeitos inflacionários das crises vividas no México (1994) e no Brasil (1998). O estudo se encerra com comentários finais sobre as crises cambiais e as lições inflacionárias que puderam ser tiradas dos casos em análise.

CAPÍTULO 1 - A Crise Asiática

A agitação que abalou o mercado de câmbio e o *equity market* na Ásia desde junho de 1997, substituiu o modelo de desenvolvimento que consagrou esses países. A crise asiática marcou o primeiro ano da década de 1990 com redução significativa no fluxo de capitais para mercados emergentes (Tabela 1). A queda no fluxo total de capitais (privado e oficial) foi de 12%, passando de 231 bilhões de dólares para 203 bilhões de dólares, em decorrência dos programas de ajuda às economias asiáticas.

Em 2 de julho de 1997, o banco da Tailândia, em seqüência ao ataque especulativo a sua moeda, deixou que o bath flutuasse. Malásia, Filipinas e Indonésia também foram forçados a defender suas moedas. Assim, a intensidade da desvalorização e da reversão do fluxo de capitais evidenciaram que a crise da Ásia era um resultado da percepção, por parte dos investidores, da fragilidade do sistema financeiro daqueles países.

A reversão do fluxo de capitais privados para os países asiáticos implicou na insolvência do sistema financeiro. A piora na percepção do risco asiático pôde ser notada no *spread over treasure* dos títulos americanos e dos títulos soberanos daquele países. Os títulos coreanos, por exemplo, apresentaram spread de 890 basis points, em dezembro de 1997, contra 106 em julho do mesmo ano, enquanto os bônus da Tailândia apresentaram spread de 555 basis points em dezembro contra 100 em julho do mesmo ano ¹.

¹ Fonte: Reuters

Elementos de uma crise financeira

Segundo Chang e Velasco (1998), os elementos de uma crise financeira clássica, resultante da iliquidez do sistema financeiro, se encaixam nos seguintes moldes:

- (i) a restrição de liquidez internacional, resultante do colapso do sistema financeiro, é o principal determinante da crise. Um sistema financeiro pode ser considerado em insolvência externa se o montante de suas dívidas em moeda estrangeira exceder o total de ativos em moeda estrangeira líquido no curto prazo;
- (ii) o colapso do regime de câmbio fixo é resultado da incompatibilidade de sanear o sistema financeiro e manter a paridade do câmbio. Para sanear os bancos, o Banco Central tem que adotar uma política monetária expansionista já que as taxas de juros altas teriam impacto negativo sobre o balanço dos bancos ou adotar um papel de *lender-of-last-resort* ². Nos dois casos, os agentes privados usaram moeda local para comprar reservas, causando um eventual colapso de paridade de câmbio;
- (iii) a liberalização financeira normalmente origina a insolvência do sistema financeiro que acentua o descasamento de prazos entre ativos e passivos. O fluxo de capitais resultante da abertura da conta capital e do diferencial da taxa de juros, torna disponível uma grande quantidade de recursos que ingressam no país através do sistema bancário, intensificando esse descasamento. O sistema bancário fica sujeito a crises auto- alimentadas (*self-fulfilling crises*) em momentos de pânico e fuga de capitais;
- (iv) A má gestão política, no sentido de incorrer em déficits fiscais financiados via emissão de moeda, não ocorreu na Ásia em 1997. Porém, o custo dos programas de

² "Emprestador em última instância"

saneamento do setor financeiro, devido a falta de controle e saneamento, exhibe o que se convencionou chamar *Hidden fiscal déficit*.

A semelhança entre os casos asiático, mexicano e brasileiro se verifica através do descasamento das dívidas de curto prazo em moeda estrangeira, o que os tornava extremamente expostos a uma reversão no fluxo de capitais.

Empresas que no passado se viam privadas do acesso aos capitais internacionais, apresentaram níveis de empréstimos maiores que aquele considerado de equilíbrio de longo prazo. Antes da crise, a maioria desses empréstimos apresentavam vencimento no curto prazo. Isso se deu devido ao fato de que tomar dinheiro no exterior seria mais barato do que em moeda local. Isso pode se justificar devido ao diferencial das taxas de juros. Ocorre que o custo do hedge cambial, muitas vezes não incluído nesse cálculo, pode encarecer muito esses empréstimos, implicando em maior exposição dos bancos e empresas a uma desvalorização.

Aspectos Macroeconômicos

A crise asiática apresentou efeitos demasiados severos para que possam ser explicados apenas pela deterioração dos agregados. Analisemos:

Equilíbrio Fiscal (tabela 2)

Os países asiáticos apresentavam razoável equilíbrio fiscal antes da crise, muito semelhante ao do México em 1994. Já os mercados emergentes como Argentina, Brasil, Peru e México no início dos anos 80, se caracterizaram por grandes déficits fiscais.

Inflação (tabela 3)

A dívida pública como proporção do PIB era muito baixa se comparada a outras economias emergentes, O crescimento do meio circulante foi mantido sobre controle, garantindo taxas de inflação baixas.

Reservas Internacionais (tabela 4)

A situação dos países asiáticos não caracterizava o cenário descrito por Krugman em seu modelo em 1979 ("crises de primeira geração"). As reservas internacionais se apresentaram estáveis ou com ligeiro crescimento.

Desemprego, Investimento e Poupança (tabela 5)

A combinação entre a estagnação do produto e crescimento das taxas de desemprego é outro fator considerado determinante de crises cambiais já que a credibilidade do câmbio fixo está ligada a utilização da taxa de juros. Assim, o governo se vê impedido de fazer uso das taxas de juros para controlar a paridade, sob risco de uma eventual desvalorização.

As economias asiáticas apresentaram porém, ao longo dos anos 90, elevadas taxas de crescimento, de poupança e de investimento.

Os números mostram que o nível de investimento é superior ao de poupança, indicando poupança externa via déficit em conta corrente.

Mesmo não havendo uma sustentação teórica de que os desequilíbrios em conta corrente levam a crises cambiais, visto o exemplo do caso mexicano de 1994 ³, os governos dos países desenvolvidos e os investidores privados, adotaram como regra de bolso que um déficit em conta corrente de 5% do PIB seria determinante de crises cambiais. Estudos econométricos ⁴ não provaram a consistência dessa regra.

Os déficits em conta corrente apresentados pelos países asiáticos seriam um problema à medida que eles foram causados pela perda de competitividade, consistente

⁴Estudos feitos por Frankel e Rose (1996); Sachs, Tornell e Velasco (1996)

pelo comportamento das taxas de câmbio real. A tendência de apreciação se acentuou em 1995, quando foi observado a apreciação do dólar frente ao iene. Frankel e Rose (1996) e Sachs, Tornell e Velasco (1996) concluíram que a apreciação real é um bom previsor de crises cambiais.

Analisando a apreciação real nos países asiáticos, algumas considerações devem ser feitas:

- (i) segundo Samuelson, espera-se que uma economia com rápido crescimento apresente equilíbrio nos agregados macroeconômicos apesar de uma apreciação real;
- (ii) não houve homogeneidade entre os países. Tomando a média de 1990 como base, a Coreia do Sul apresentou uma desvalorização real de 13% enquanto as Filipinas uma apreciação real de 16%;
- (iii) o nível de apreciação real apresentada por alguns países asiáticos não era tão expressivo se comparado ao dos países latino americanos.

Sachs e Radelet (1998) estimaram que as saídas de capital na Ásia, no segundo semestre de 1997, foram de 34 bilhões de dólares, isto é, 3,6% do PIB. Para que possamos melhor compreender esse fato, analisaremos o colapso desse sistema financeiro.

A precariedade do sistema financeiro

A evidência asiática sugere que a iliquidez internacional do sistema financeiro teve início antes da crise. Houve um crescimento da razão empréstimos de curto prazo de bancos estrangeiros sobre reservas internacionais (quanto maior o risco de iliquidez

internacional) nos casos sul coreano e tailandês no período 1990-1994 1995-1997. Ao final de 1996, a razão entre esses países encontrava-se acima da unidade, ou equivalentemente, a dívida de curto prazo era maior do que as reservas internacionais. Conclui-se que no evento de um esgotamento dos empréstimos e rolagens para esses países, não haveria recursos suficientes para saldar as obrigações de curto prazo, implicando em iliquidez internacional.

A dívida externa de curto prazo apresentava um crescimento maior que os ativos internacionais líquidos. Assim, os países do sudeste asiático, em 1997, estavam em posição de perda de confiança do investidor e o esgotamento do fluxo de capitais para estes países daria início a uma crise de iliquidez internacional.

Ao final dos 1980's e início dos 1990's, os governos da Coreia e Tailândia adotaram reformas de liberalização do sistema financeiro como a desregulamentação das taxas de juros e redução de margens de operação dos bancos, com o objetivo de criar um mercado de capitais livres. Além disso os governos assumiram a postura de estimular a competição e a entrada de novas firmas no setor financeiro, com restrições a atividade de bancos estrangeiros na Coreia (1991) e Tailândia (1993).

Sob o argumento de Chang e Velasco (1998) de que sob o regime de taxa de câmbio fixo os depósitos domésticos (M2) devem ser contabilizados como obrigações em moeda estrangeira, uma corrida a depósitos estrangeiros levaria à falência do sistema financeiro ou ao abandono do sistema de paridade cambial.

Depósitos domésticos (M2) sobre reservas (tabela 6)

A razão M2/reservas em níveis elevados é consistente com a hipótese de iliquidez internacional. A tendência apresentada pelos países do sudeste asiático, com crescimento e equilíbrio em níveis elevados se comparados aos países americanos,

pode ser entendida como uma proxy da razão passivos/ativos externos de curto prazo fortalecendo a hipótese da iliquidez internacional no momento da crise.

No caso asiático, observou-se um rápido crescimento dos empréstimos de bancos estrangeiros para esses países, principalmente os de curto prazo, o que teve impacto decisivo na composição do endividamento e levou a situação de composição de endividamento levando a uma situação de iliquidez internacional.

Dados do Bank of International Settlements (BIS) apontam para empréstimos de bancos estrangeiros de 150 bilhões de dólares em 1990 e 390 bilhões de dólares em 1997. Já para a América Latina, os empréstimos apresentaram crescimento mais modesto, passando de 180 bilhões de dólares para 250 bilhões de dólares em 1997.

É importante destacar que alguns fatores são responsáveis pelo crescimento das obrigações de curto prazo externas daqueles países. Destacam-se dentre eles: (i) a liberalização financeira reduziu restrições sobre entrada de capitais e (ii) fundamentos econômicos implicam que aumentos no influxo de capitais estão associados a um maior nível de endividamento de curto prazo.

Fatores Convencionais

A teoria convencional oferece duas explicações para crises cambiais.

- (i) Modelos de primeira geração: governos que financiam déficits públicos via emissão de moeda têm disponível um estoque limitado de reservas para garantir o regime de câmbio fixo. Esta política porém, é insustentável e sujeita a ataques especulativos quando da percepção da insustentabilidade da paridade cambial, associada a redução do nível de reservas;
- (ii) Modelos de segunda geração: o governo decide defender a paridade do câmbio pela troca entre flexibilidade de curto prazo e credibilidade de longo prazo. Para manter

a paridade fixa, utiliza-se de taxas reais de juros elevadas, aumentando o custo de defesa da paridade. A crise resulta da antecipação dos agentes de uma piora da situação no futuro.

A crise asiática não apresentou claramente sintomas que sustentassem a formação da crise de primeira geração (os países apresentavam relativo equilíbrio fiscal e não faziam uso de uma política monetária para se financiar) nem de segunda geração (abandono da paridade para gerar incentivo a exportação e combater o desemprego).

Fatores Não-Convencionais

Cumprir notar que alguns fatores não-convencionais também tiveram papel determinante para a gestação da crise asiática. O papel dos intermediários financeiros - com garantias implícitas dos governos locais - foi crítico na determinação do grau de risco e de endividamento de curto prazo incorridos pelo sistema financeiro, que levou a iliquidez internacional, submetendo as economias desta região aos humores do mercado.

A crise asiática teve sua origem no excesso financeiro que se seguiu com o colapso financeiro. Credores externos emprestavam para bancos asiáticos assumindo a garantia implícita dos governos locais de defender o passivo do sistema bancário (moral hazard)⁵. Os bancos emprestavam para empresas que utilizavam os recursos para especulação ou utilizavam eles próprios os recursos no mercado de ações e imobiliário. O excesso de empréstimos criou uma inflação no mercado e no preço dos imóveis criando uma sensação de que o balanço de bancos e empresas era mais saudável do que de fato.

Quando a crise eclodiu, o esgotamento dos empréstimos externos (novos empréstimos e rolagem de empréstimos antigos) forçou a liquidação de ativos sobrevalorizados, levando a perda brusca no valor desses ativos, tornando a insolvência

⁵ agentes assumem comportamentos arriscados quando existe uma garantia (explícita ou não); implica que os agentes são movidos a incentivos.

(iliquidez internacional) ainda mais aparente, com impacto sobre investidores externos através da saída de capitais, e locais (corrida bancária), caracterizando um modelo de *self fulfilling crisis*.

O problema de moral hazard foi claramente sustentado pelas evidências na Tailândia e na Coreia do Sul. No primeiro as obrigações das financeiras foram efetivamente honradas pelo governo enquanto na Coreia as dívidas dos bancos comerciais foram nacionalizadas (socialização das perdas).

Os intermediários financeiros na Ásia tomavam empréstimos a baixas taxas de juros - sem contabilizar o custo do hedge cambial - e emprestavam para empresas locais com um prêmio elevado para financiar a especulação com imóveis e ações.

Krugman (1998) também argumenta que, sob moral hazard, os agentes não apenas estão mais dispostos a investimentos de risco mas em aceitar investimentos com retorno esperado baixo, desde que assumam que em situação adversa, sua perda será zero.

Além da situação de moral hazard interno (descrito acima), houve também na Ásia o problema de moral hazard externo. Argumenta-se que a ajuda do FMI e do Tesouro Americano ao México em 1995 criou incentivos adicionais a políticas irresponsáveis e a redução de restrições ao sistema financeiro. O argumento segue afirmando que a política do FMI incentiva o surgimento de novas crises financeiras dado que investidores e intermediários possuem mais incentivos em para incorrer em investimentos de risco, mesmo que com menor retorno esperado.

Sistemas Financeiros sob iliquidez internacional estão expostos a fatores exógenos como o comportamento de credores e correntistas. Neste ponto, a redução da confiança dos investidores é suficiente para iniciar uma crise financeira. E, no evento do governo intervir para salvaguardar o sistema, há risco de esgotamento de reservas internacionais já que nestas crises há excesso de demanda por moeda estrangeira.

Os países asiáticos apresentaram deterioração em performaces macroeconômicas durante os 1990's mas não houve um padrão de agregados que determinasse instabilidade tal qual se observou na América latina nos 1980's.

Modelos recentes mostram que há uma combinação de fundamentos como: apreciação real da moeda e desemprego, que sozinhos não são suficientes para iniciar a crise mas que combinados com o contágio ou reversão brusca do humor do mercado podem dar origem a crise.

Tailândia

A crise financeira na Tailândia teve início com o ataque especulativo ao *baht*, seguido de desvalorização gradual da moeda e reversão das expectativas. Em agosto de 1997, o Comitê Executivo do Fundo aprovou a liberalização de 2.9 bilhões em Direitos Especiais de Saque, o equivalente a 4 bilhões de dólares.

O programa para a liberalização dos recursos incluía a reestruturação do sistema financeiro (intervenção, liquidação de 56 financeiras e recapitalização do sistema bancário); medidas fiscais equivalentes a 3% do PIB, adoção de um regime de câmbio flutuante do baht e iniciativas para aumentar a eficiência da economia, principalmente a participação do setor privado no produto.

Em virtude da depreciação real do baht ter superado as expectativas do FMI e do governo Tailandês, uma nova carta de intenções determinou em novembro de 1997: (i)

medidas adicionais para garantir o superávit de 1% do PIB e (ii) o aumento da recapitalização do sistema financeiro.

O programa foi revisto mais quatro vezes, com o objetivo de readequar as reformas com o ajuste da economia tailandesa. A última alteração foi realizada em 1º de dezembro de 1998, com o objetivo de facilitar a recuperação da economia.

Coréia do Sul

As reservas sul coreanas quase se esgotaram devido a reversão do fluxo de investimentos externos na segunda metade de 1997, o que forçaria a uma moratória da dívida.

Em dezembro de 1997, o Comitê Executivo do Fundo aprovou a liberalização de 15.5 bilhões em Direitos Especiais de Saque, o equivalente a 21 bilhões de dólares por um período de três anos. O programa inicial assumia: (i) reforma extensa do setor financeiro, incluindo aumento da supervisão bancária, independência do Banco Central, liquidação das instituições insolventes; (ii) medidas fiscais equivalentes a 2% do PIB; (iii) esforços para eliminar relações não eficientes entre o governo e o setor privado; (iv) liberalização comercial para eliminar subsídios e incentivar a diversificação das importações; (v) liberalização da conta capital com o objetivo de criar um mercado de capitais e liberalizar os investimentos diretos; (vi) reforma das leis de trabalho e (vii) maior transparência na publicação de dados oficiais e agregados macroeconômicos.

O programa foi revisto mais seis vezes, com o objetivo de readequar as reformas com o ajuste da economia sul coreana. A última alteração foi realizada em 13 de novembro de 1998, quando foram adotadas novas medidas como: incentivo ao consumo interno, início do programa de privatizações, melhora do sistema previdenciário (com ampliação de benefícios) e estímulo fiscal.

CAPÍTULO 2 - A Crise do México (1995)

O governo mexicano instituiu um programa de reformas e estabilização da economia em seguida a moratória de 1982, inspirado no conjunto de reformas propostas pelos países desenvolvidos e seus organismos internacionais que se convencionou chamar de Consenso de Washington.

O México experimentou grande fluxo de capitais decorrentes dos sinais de melhora da sua economia. A apreciação do peso foi então inevitável, tendo adotado um modelo de taxa de câmbio fixa como âncora nominal para controlar o processo inflacionário. O peso mexicano continuou a apresentar desvalorizações nominais até 1994, mas diferenças nas taxas de inflação e o maciço fluxo de capitais foram responsáveis pela apreciação real da moeda, que seria desvalorizada ao fim de 1994, seguindo a livre flutuação.

A situação mexicana nos 1990's

O programa de estabilização mexicano teve início em 1983 e foi um dos mais complexos programas implementados nos países em desenvolvimento. Esse programa foi implementado apenas em dezembro de 1987, quando o Pacto de Solidariedade promoveu o congelamento de preços, salários e taxa de câmbio através de um acordo entre o governo, empresários e sindicatos. Outras reformas foram implementadas ao longo da década de 1980, incluindo um programa amplo de privatização (principalmente setor bancário), desregulamentação do setor de serviços

telecomunicações e transportes) e a abertura comercial que culminou com a entrada do México no NAFTA (North America Free Trade Agreement).

O fluxo de capitais privados para o México teve início em 1988, crescendo constantemente até a crise cambial em dezembro de 1994 (tabela 7).

O México adotou na década de 1980, uma das mais profundas reformas do mundo em desenvolvimento e seu modelo de estabilização foi tido como um exemplo a ser seguido. Depois de uma história de controle estatal na economia, recém saída de uma crise externa (iniciada na moratória de 1982), o país atraiu capitais em uma escala sem precedentes. Quando no início de 1995 planos emergenciais foram adotados para impedir que a crise de crédito em 1980's se repetisse, o modelo de crescimento do Consenso de Washington alimentou um rápido crescimento das economias emergentes nos 1990's passou a ser questionado.

A adoção dessas reformas criaram uma sensação de melhora, não em virtude das medidas implementadas mas de expectativas extremamente otimistas quanto ao crescimento de longo prazo do país. O Consenso de Washington criou no país uma bolha especulativa tornando um ciclo viciosos com a crise em dezembro de 1994 (modelo de *self reinforcing process*, na bonanza e na crise).

Os investidores interpretaram a melhora inicial no país como uma tendência e, ao investir na economia, levaram a aumentos exponenciais no preço dos ativos. Em um mercado racional, os investidores teriam a percepção de que a melhora não seria sustentada no longo prazo. O entusiasmo e o otimismo exagerados por investimentos nos mercados emergentes pode ser classificado como um caso clássico de bolha especulativa.

Indicadores Macroeconômicos (tabela 8)

Ao final de 1994, a apreciação real do peso era da ordem 30% se comparada a média observada entre 1985 e 1989.

O déficit em conta corrente, que era da ordem de 1.4% do PIB em 1988, se apresentava em aproximadamente 7% do PIB em 1994. Esses déficits eram caracterizados pela redução da poupança privada - efeito da desindustrialização - e aumento da poupança do governo, com o nível total de investimento apresentando apenas pequeno crescimento. O sistema financeiro fragilizado, impedia que o Banco Central do México o fizesse uso de política monetária para controle do déficit.

O fluxo de capitais foi observado após a abertura da conta capital em 1989 havia proporcionado acumulação de reservas internacionais expressivas. Já em dezembro de 1994 a crise implicou em uma perda de US\$ 19 bilhões. A composição das reservas foi um fator determinante da crise. Apesar dos investimentos diretos terem crescido, o fluxo de capitais resultante do investimento em ações foi extremamente elevado, fazendo com que as reservas fossem compostas principalmente de capitais de curto prazo. As reservas internacionais apresentaram crescimento, passando de 6.4 bilhões em 1988 para 4.5 bilhões em 1994. Cabe notar que no final de abril de 1994, um mês após o assassinato do candidato a presidência Luis Donaldo Colossio, as reservas haviam se reduzido em 10.8 bilhões de dólares.

O período também foi marcado pelo crescimento do crédito, resultando em um aumento da carteira de empréstimo dos bancos e no nível de endividamento da empresa. O crédito primado passou de 15% em 1989 para 46.3% do PIB em 1994. Em dezembro de 1994, o percentual de crédito não pagos era de 9% da carteira de empréstimos já em setembro, da ordem de 17%.

O governo mexicano se viu obrigado a desvalorizar o peso, alargando a banda cambial em 15%, julgando ser suficiente para restaurar a confiança dos investidores. A

fuga de capitais porém, continuou em ritmo acelerado, com uma perda de US\$ 12 bilhões.

O Banco Central foi levado a flutuar, seguindo o aumento das taxas de juros nominais e reais, que não foram suficientes para conter a desvalorização brusca da moeda. O peso mexicano perdeu metade do seu valor em relação ao dólar até estabilizar-se em março de 1995. O peso apresentou desvalorização nominal de 13% entre 1990 e 1994, enquanto o diferencial de inflação entre o México e os EUA foi de 41%, resultando na apreciação real do peso mexicano em 28% no primeiro trimestre de 1994. A apreciação do peso reduziu as exportações para o mercado americano e financiou um crescimento exponencial das importações. Transformou também, o padrão de consumo mexicano, com redução da propensão marginal a poupar.

Dados do Banco mundial mostram que a taxa de poupança caiu de 16% para 9% de 1989 para 1992. Esta redução na poupança privada contribuiu para a piora no déficit em conta corrente, uma vez que aumentou a demanda por importados (cenário de apreciação real da moeda) e reduziu o total investido para crescimento de longo prazo.

Apesar do fluxo elevado de capitais, o crescimento do produto mexicano no período de 1990 a 1994 foi de 2,5% na média, menor do que o crescimento populacional, isto é, houve uma redução do PIB per capita. Alega-se que o fraco desempenho do produto mexicano resulta da apreciação real do peso, que promoveu o Dutch Disease na economia mexicana - desindustrialização.

O preço das ativos sofreu uma drástica redução. O IPC (índice da bolsa do México) perdeu 55% em relação ao seu valor em dólares de novembro de 1994 a abril de 1995 (Reuters). No mercado secundário da dívida externa, os Brady Bonds sofreram uma perda de 18% no mesmo período, aumentando o spread over Treasury Bonds americanos, refletindo maior percepção do risco soberano mexicano.

O governo optou por uma política fiscal expansiva, dada a proximidade das eleições presidenciais, o que resultou na deterioração das contas públicas. Essa sensação de piora em relação a economia mexicana, fez com que os investidores forçassem um aumento nos juros dos CETES ⁶, aumentando o custo de financiamento da dívida, com aumento da emissão de Tesobonos (títulos denominados em dólares, que no final de 1994 apresentavam 70% do total da dívida).

Crises cambiais se apresentam de forma muito semelhante, caracterizada pela incompatibilidade dos objetivos políticos com um modelo de câmbio fixo, que resultam em ataques especulativos. Modelos de taxa de câmbio fixo, quando utilizados para controle de inflação, têm como efeito apreciação real, tornando, em última análise barata uma aposta contra a moeda ⁷. Foi o caso do ataque ao dólar em 1971 e 1973, a libra esterlina em 1992 e ao real em 1999.

Muito se argumenta que adoção de modelos de exchange rate target como âncora nominal da economia e instrumento de combate a inflação tem efeito apenas de alimentar ataques especulativos.

Modelos de taxa de câmbio fixa (usualmente em regime de bandas e desvalorização nominal controlada pelo Banco Central) se apresentam eficientes no controle da inflação. Ocorre contudo, que os preços apresentam resíduos e inércia, que não são eliminados totalmente com a adoção da taxa de câmbio fixa e tem como resultado a apreciação real da moeda. A velocidade com a qual o câmbio fixo consegue reduzir a inércia é fundamental para a estabilidade da moeda. O sucesso dos modelos de *exchange rate target* depende diretamente da credibilidade do banco Central. Quando o mercado acredita no comprometimento do governo com o modelo adotado, a inércia reduz-se rapidamente.

⁶ títulos denominados em pesos.

O caso mexicano no entanto, não está diretamente ligado a adoção do regime de câmbio fixo, mas sim ao *consensus oversold*. O fluxo maciço de capitais que ingressou nestes países, em seqüência às reformas preconizadas pelo Consenso de Washington, foi a principal causa da crise cambial de 1994. O otimismo exacerbado dos investidores e a rápida abertura da economia implicou em investimentos muito acima do novo equilíbrio de longo prazo, criando uma bolha especulativa.

Em um modelo de *consensus oversold*, o regime de taxa de câmbio atua como gatilho da crise, ao tornar barata a aposta contra a moeda. *Ceteris paribus*, se o México tivesse adotado um regime de taxas flutuantes, o fluxo de capitais maciço teria provocado apreciação real e nominal da moeda, com impactos semelhantes sobre o equilíbrio em conta corrente e preços relativos. E, com a percepção dos investidores que o nível de entrada de capitais estava acima do equilíbrio de longo prazo e de que as taxas de crescimento não haviam se comportado como esperado, uma grande saída de capitais teria provocado desvalorização da moeda (overshooting sobre o nível de equilíbrio) sem apresentar descontinuidade do modelo cambial adotado.

Capítulo 3 - A crise no Brasil (1999)

Na crise da Ásia, a resposta vinda de Washington para as nações com problemas - que, na verdade, representava uma condição para os empréstimos do FMI - foi bastante diferente das até então recebidas. Embora não tenham sido aconselhados a defender suas moedas, os países receberam instruções para elevar as taxas de juros, de modo a convencer alguns investidores a manter seu capital lá e, dessa forma, limitar a desvalorização de suas moedas. Quanto a recuperação, os economistas de Washington acreditavam que só viria através de reformas, dando fim ao *Crony Capitalism*, reconquistando a confiança dos investidores e atraindo novamente o fluxo de capitais.

A questão se resume ao fato de se tratar de economias emergentes. Vejamos o caso do Brasil, um país que tem realizado reformas econômicas substanciais, mas cuja taxa de desemprego tem-se elevado consistentemente. A inflação brasileira está baixa e esperar-se-ia que o país pudesse reduzir os seus juros promovendo a criação de novos empregos. O Brasil, ao contrário, assim como a Tailândia e a Coreia está sendo instruído a tomar atitudes que ampliam a recessão. Analisemos melhor o caso brasileiro.

Aspectos macroeconômicos da economia brasileira (tabela 9)

A economia brasileira, segundo os dados do Produto Interno Bruto, cresceu em 1998 apenas 0,15%. Esse valor refletiu diretamente os efeitos da moratória russa, das altas taxas de juros e da interrupção do fluxo de capitais externos ao país. Os setores de Agropecuária e Serviços cresceram 0,36% e 0,75% respectivamente, enquanto a Indústria amargou retração de 0,98%. Os subsectores da economia que mais sofreram

com a conjuntura adversa foram os da indústria extrativa vegetal, -7,27%, reflexo da queda dos preços internacionais das commodities, indústria de transformação, -3,29%, fruto do barateamento dos produtos internacionais e o comércio, -3,39%, valor este proporcionado pelas elevadas taxas de inadimplência e escorchantes taxas de juros.

O governo, em termos de política monetária, acabou por ajustar o mercado por meio das operações de compra e venda de títulos públicos. Foi adotado, durante 1998, uma "banda" de taxa de juros que tinha por piso a TBC (Taxa Básica do banco Central) e teto a Tban (Taxa de Assistência do Banco central), cujos percentuais variavam de acordo com as necessidades de controle da política econômica pela União.

Os empréstimos do sistema financeiro, se comparado 1998 com 1997, cresceram 3,86% não obtendo melhor desempenho em função da perda de credibilidade do governo federal no segundo semestre, do elevado número de concordatas das empresas e inadimplência das pessoas físicas. A base monetária restrita média apresentou crescimento de 32,48%, aumento este totalmente administrado e controlado pela autoridade monetária.

Já a captação da caderneta de poupança caiu 147,76% fruto do redutor da TR e de sua controversa fórmula de cálculo, bastante passível de críticas.

Em termos de política fiscal, 1998 foi marcado por importantes mudanças:

- (i) regulamentação da reforma administrativa;
- (ii) reforma geral da previdência social;
- (iii) limitação os gastos governamentais via lei de responsabilidade fiscal;
- (iv) proposta de reforma da legislação trabalhista;
- (v) projeto de reforma tributária;
- (vi) desregulamentação do setor de combustíveis;
- (vii) aumento de receita via impostos; h) prorrogação do CPMF e aumento do IOF.

No que diz respeito à política externa, percebeu-se um modesto incremento de 3,86%, na comparação de 1998 com 1997, do ingresso de capital externo no país. O fator determinante para esse desempenho foram as incertezas internacionais em relação à economia dos países em desenvolvimento após, sobretudo, à moratória russa que deflagrou uma forte crise internacional.

As exportações caíram 3,53%, reflexo direto da defasagem cambial e da falta de linhas externas de financiamento no segundo semestre de 1998. As importações decresceram 6,19% em função das medidas tomadas pelo governo para inibir a internalização de mercadorias visando maior estabilidade da balança comercial.

No que diz respeito aos índices de inadimplência pessoa física esses continuaram em patamares preocupantes em 1998, decorrente principalmente do elevado nível de desemprego e das elevadas taxas de juros cobradas nos empréstimos e financiamentos.

No que se refere às pessoas jurídicas, os títulos protestados e as falências decretadas caíram 3,88% e 2,00% respectivamente, o que demonstrou que as empresas que sobreviveram às adversidades conjunturais ficaram calcadas em bases mais sólidas.

Na Produção Industrial, pelos resultados alcançados de 1998 em relação a 1997, merece destaque as performances positivas dos setores petrolífero, 19,81%, elétrico, 4,43 e cimenteiro, 4,87%. Mais atingidos pela crise internacional, pelo câmbio defasado, e pelas dificuldades de financiamento, vem os segmentos siderúrgico, com decréscimo de 1,53% e o automobilístico, com expressiva queda de 23,55%.

Balança Comercial Brasileira (tabela 10)

O Brasil, desde 1995, vêm enfrentando crônicos déficits em sua balança comercial. O volume de importações vem se situando num patamar elevado, situação esta preocupante para o sistema produtivo nacional que, muitas vezes, não conseguem

enfrentar a concorrência internacional em virtude de altos custos de mão-de-obra, elevado frete interno, número excessivo de impostos, falta de tecnologias de ponta desenvolvimento de planejamento estratégico além de uma política governamental eficiente de proteção a setores da economia que ainda não estão preparados para a globalização dos mercados.

Na medida que setores da economia brasileira se enfraquecem com a disputa contra bens e serviços estrangeiros, cresce a probabilidade do incremento nas taxas de desemprego a nível nacional.

Sob a ótica de incrementar as exportações, as medidas que poderiam ser tomadas são:

- (i) promoção de incentivos fiscais;
- (ii) ampliar e massificar as linhas de financiamento;
- (iii) reduzir o "custo brasil";
- (iv) estimular as operações de Adiantamento de Contrato de Câmbio(ACC) e
- (v) inibir o consumo interno para que as empresas tenham maior quantidade exportável de produtos.

Taxa de Câmbio brasileira

De 1998 até 13/01/99

O Banco Central definia os limites para a cotação do dólar e a taxa de desvalorização da moeda americana por um sistema com dois componentes: as bandas largas e as minibandas. As bandas largas eram definidas anualmente e tinham por função dar parâmetros para a desvalorização do dólar no período de 12 meses seguintes, ou seja, sinalizava que num prazo de 1 ano, a moeda americana sairia do piso da banda larga para o teto. O BC promovia essa evolução na taxa de câmbio usando as

minibandas. Como o próprio nome diz, as minibandas eram bandas menores, com teto e piso, que ficavam dentro da banda larga. O teto e o piso da minibanda eram reajustados pelo menos sete vezes por mês. As minibandas impunham limites para a cotação do dólar no do dia. A cotação que realmente valia em operações de comércio exterior ou financeiras tinha de ficar entre seu limite mínimo e máximo. Para tanto, Banco Central intervinha no mercado. Quando o dólar ameaçava romper o teto da banda, o BC vendia dólares para segurar a cotação. Quando ameaçava romper o piso, entrava comprando para levantar a cotação.

De 14 a 15/01/99

A minibanda foi extinta, ou seja, o Banco Central não faria mais nenhuma intervenção para garantir que a cotação do dólar ficasse dentro de limites estreitos. A partir de então, passou a existir somente a banda larga, com teto de R\$ 1,32 e piso de R\$ 1,20. O BC somente interferiria no mercado, comprando ou vendendo dólares, para garantir que a cotação do dólar permanecesse dentro da banda larga. As bandas largas seriam corrigidas a cada três dias úteis. O teto e o piso iriam ser ajustados de acordo com valor da moeda americana. Se a cotação média do dólar em cada período de 3 dias ficasse próxima do teto da banda, o ajuste do teto seria menor.

Esse novo sistema de reajuste do teto e do piso iria permitir o alongamento da banda em função do ritmo de ajuste do limite inferior da banda ser menor que o do limite superior. O efeito prático desse maior intervalo seria o de, ao longo do tempo, ter maior volatilidade pois poderia oscilar dentro de um intervalo maior.

A partir de 16/01/99

Foi abolido todo o sistema anterior, passando a ser adotada a livre flutuação dos preços do dólar. Esse novo regime cambial, estabeleceu que esporadicamente o Banco Central poderia intervir, de forma limitada, no mercado de câmbio com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa da moeda americana. Ou seja, o mercado tenderia funcionar com uma "banda suja" onde, o BC não determina, mas indica por meio dessas intervenções ocasionais, até que ponto deixará o preço subir ou cair.

Inflação brasileira e suas metas

Para ancorar (mecanismo para garantir a estabilidade da moeda) o valor de sua moeda, um país pode optar por se atrelar à moeda de um país estável ou pode optar por administrar de forma independente sua própria moeda (e deixar flutuar a sua taxa de câmbio).

O primeiro modelo é conhecido como âncora cambial, ou seja, o governo mantém a inflação estável utilizando o instrumento de controle da taxa de câmbio. A segunda alternativa pode ser dividida em duas: a âncora monetária, que se caracteriza por um controle do volume de moeda em circulação e as metas de inflação.

As discussões em torno da adoção de metas para a inflação no Brasil começaram com a mudança da política cambial, em janeiro de 1999. Até então, a âncora com a qual o governo mantinha a inflação sob controle era a taxa de câmbio. Com a flutuação, foi necessária uma nova âncora, e a escolhida foi exatamente o sistema de metas inflacionárias.

A política de metas de inflação caracteriza-se pela definição de um valor numérico para a inflação desejada, que servirá de guia para a adoção da política monetária, num contexto em que o Banco Central tem com objetivo reduzir e manter as

taxas de inflação em níveis baixos, alcançando a estabilidade de preços no longo prazo, principalmente via taxas de juros.

A estabilidade pode ser vista como um nível desejado de inflação, ao qual se associa um intervalo de variação aceitável. O governo e o Banco Central devem estabelecer a suposta trajetória ótima da inflação, ou o nível ótimo do índice de preços no longo prazo, tendo sempre como ponto focal a flexibilidade da política monetária.

As principais características da política de metas de inflação no Brasil são:

- (i) as metas de inflação para 1999, 2000 e 2001 são divulgadas em conjunto com a definição de um "intervalo de tolerância" a cada meta;
- (ii) as metas serão definidas pelo executivo, cabendo ao BC apenas executá-las;
- (iii) as metas de inflação serão perseguidas pelo BC, que divulgará a cada três meses um relatório sobre os resultados das decisões adotadas e uma avaliação da inflação futura;
- (iv) caso a meta não seja cumprida, o presidente do BC divulgará publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao ministro da fazenda. Na carta, dirá quais serão as providências que adotará para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual espera que as soluções produzam efeitos.
- (v) o Banco Central vai utilizar três instrumentos para obter as metas de inflação. O primeiro, e mais importante é a taxa de juros. O segundo é o compulsório sobre os depósitos à vista dos bancos. O terceiro é a oferta de crédito.
- (vi) se a inflação estiver acima do projetado, o BC poderá elevar os juros e/ou reduzir o dinheiro em circulação por meio de aumento do compulsório dos bancos e/ou restringir o crédito ao consumidor.

- (vii) se a inflação estiver abaixo do projetado, o BC adotará um comportamento inverso. Poderá reduzir os juros e/ou o compulsório dos Bancos, e/ou facilitar o crédito direto ao consumidor.
- (viii) as metas de inflação serão fixadas com base no Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA), apurado pelo IBGE, por ser o mais abrangente. Serão usados também dois índices alternativos: o IPC da Fipe e o IPC do Ibre/FGV.
- (ix) o Banco Central vai levar em consideração dois cenários de taxas de juros no regime de metas inflacionárias: no primeiro caso, vai trabalhar com a taxa de juros brasileiros determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom); no segundo caso, o BC vai levar em conta as taxas do mercado.
- (x) com a sistemática de "metas para inflação", o BC espera dar maior previsibilidade aos preços e, com isso, um comportamento mais estável das expectativas.

As crises da Tailândia, Indonésia, Coréia, Rússia e Brasil foram todas associadas a taxas de câmbio mais ou menos fixas. Essa é uma forte evidência de que tais sistemas são propensos a crises. É de se esperar que nos próximos anos mais países adotem sistemas de câmbio flexíveis, ou no caso de sistemas fixos, aqueles definitivos, do tipo *currency board*. É provável que se vejam também países em desenvolvimento adotando sistemas de *crawling peg*, com bandas largas.

Conclusão

A crise asiática surpreendeu por ter sido amplamente não antecipada. A reversão no fluxo de capitais não foi originada por eventos externos, mas sim pela percepção da fragilidade do sistema financeiro. Isso implica a lenta retomada do crescimento dos países asiáticos.

O colapso iniciado em julho de 1997 na Tailândia e a conseqüente deterioração dos ativos imprimiu severas perdas às economias daqueles países. A fragilidade do setor bancário e dos grandes conglomerados implica em um lento processo de superação da crise.

No sudeste asiático, Indonésia, Malásia, Filipinas e Tailândia apresentavam superávits orçamentários, inflação baixa e, até 1996, reservas constantes ou ascendentes. O problema surgiu no setor privado onde os empréstimos externos de curto prazo eram usados para financiar investimentos de longo prazo no setor imobiliário e outros setores não exportadores.

A culpa da crise vai além da corrupção e má administração; nenhuma economia consegue superar um fuga de capitais, especialmente se eles estavam chegando em grandes quantidades apenas alguns meses antes. Em pouco tempo as economias asiáticas deixaram de ser as preferidas pelos investidores e se tornaram ameaçadoras. O FMI apareceu rapidamente em cena. A crise na Ásia porém, foi bem diferente dos problemas que o FMI estava acostumado a resolver. Seu alvo usual são governos mantendo seus gastos além do limite, criando moeda no Banco Central. O resultado é inflação junto com o enfraquecimento da moeda e perda de reservas. Alguns

economistas criticam o FMI afirmando que a sua ajuda agrava o problema de *moral hazard*.

No caso mexicano, a adoção de reformas preconizadas pelo Consenso de Washington foram recompensadas com um volume expressivo de investimentos estrangeiros. O fluxo de capitais para o México entre 1990 e 1994 foi de 6.7% do PIB em média (J.P.Morgan). A adoção de um regime de taxas de câmbio fixa (*exchange rate target*) permitiu um maior controle sobre a inflação - o modelo tem como objetivo a convergência do nível interno de preços ao nível internacional via controle da taxa de câmbio - mas implicou em apreciação real da moeda estimada entre 15% e 20% no período que se estendeu de 1988 a 1993.

A questão toda se resume ao fato de se tratar de economias emergentes. Veja o caso do Brasil, um país que tem realizado reformas estruturais importantes, tem mantido a inflação baixa (diferente do caso mexicano que apresentou um boom inflacionário) porém a taxa de desemprego ainda é um grande problema a ser solucionando. Esperava-se que o país pudesse reduzir os juros exponencialmente e assim aumentar o nível de emprego. A necessidade de manter os juros altos se fez para atrair o investimento estrangeiro, financiando os nossos déficits em conta corrente e fiscal.

A composição de reservas é mais importante na análise do fluxo de capitais, que podem ser de curto prazo (podem ser facilmente revertidos enquanto investimentos diretos não) e de longo prazo (aumentam a capacidade produtiva, produzindo receitas necessárias para fazer frente a possíveis saídas no futuro).

Tanto o Brasil quanto o México tiveram uma perda enorme de reservas já que em sua maioria eram constituídas de capitais voláteis, o que causou uma quebra de estabilidade e perda de credibilidade para os investidores estrangeiros.

Bibliografia

1. KRUGMAN, Paul "What happened to Asia" Janeiro 1998;
2. KRUGMAN, Paul "Currency Crises";
3. KRUGMAN, Paul "Dutch Tulips and Emerging Markets" in Foreign affair July/august 1995;
4. OBSTFELD, Maurice "Models of Currency Crises with self-fulfilling features" NBER Working Paper 5285 Outubro 1995;
5. SACHS, Jeffrey, TORSELL, Aaron, VELASCO, Andrés "Financial Crises in Emerging Market: The Lessons from 1995" NBER Working Paper 5576 Maio 1996;
6. CHANG, Roberto, VELASCO, Andrés "The Asian Liquidity Crises" NBER Working Paper 6796 Novembro 1998;
7. BERNANKE, Ben S., LAUBACH, Thomas, MISHKIN, Frederic S., ADAM, Posen S. "Inflation Target" 1999;
8. DORNBUSH, Rudiger, GOLDFAJN, Ilan e VALDÉS, Rodrigo "Currency Crises and Collapses" Brookings papers on economic Activity, 1995;

9. BALL, Laurence " Policy Rules for Open Economies"NBER Working paper Outubro 1998;
10. External Relations Department of the International Monetary Fund "The IMF Response to asian Crises"IMF fact sheet 1999.

TABELA 1

ASIA - Fluxo de Capitais Privados para mercados Emergentes (US\$bilhões)								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
TOTAL	19.1	35.8	21.7	57.6	66.2	95.8	110.4	13.9
FDI	8.9	14.5	16.5	35.9	46.8	49.5	57,0	57.8
FPEI	-1.4	1.8	9.3	21.6	9.5	10.5	13.4	-8.6

Fonte: FMI, IFS

TABELA 2		
Déficit Fiscal (% PIB) Ásia 1990-1996		
	1990 a 1996	1996
Indonésia	0,2	0,0
Coréia do Sul	0,5	-0,2
Malásia	0,4	0,5
Filipinas	2,2	0,5
Tailândia	-2,6	-1,5

Fonte: FMI, J.P.Morgan

TABELA 3		
Inflação % Ásia 1990-1996		
	1990 a 1996	1996
Indonésia	8,6	6,4
Coréia do Sul	6,4	4,9
Malásia	4,0	3,6
Filipinas	10,7	8,4
Tailândia	5,1	5,9

Fonte: FMI, J.P.Morgan

TABELA 4**Reservas Internacionais (em milhões de dólares)**

	Indonésia	Coréia do Sul	Malásia	Filipinas	Tailândia
1990	7,459	14,793	9,754	924	13,305
1991	9,258	13,701	10,886	3,246	17,517
1992	10,449	17,121	17,228	4,403	20,359
1993	11,263	20,228	27,249	4,676	24,473
1994	12,133	25,639	25,423	6,017	29,332
1995	13,708	32,678	23,774	6,372	35,982
1996	18,251	34,037	27,009	10,030	37,731

Fonte: FMI

TABELA 5**Poupança/PIB e Investimento/PIB Ásia 1990-1996**

	Poupança/PIB		Investimento/PIB	
	90 a 96	1996	90 a 96	1996
Indonésia	28,4	30,6	33,4	32,7
Coréia do Sul	35,4	33,9	36,5	36,8
Malásia	34,6	40,6	37,0	42,2
Filipinas	19,1	22,7	22,5	23,9
Tailândia	28,6	31,5	40,3	42,5

Fonte: FMI, J.P.Morgan

TABELA 6								
M2 / Reservas Internacionais								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Coréia do Sul	6,48	8,33	7,20	6,91	6,45	6,11	6,51	10,50
Tailândia	4,49	4,10	4,10	4,05	3,84	3,69	3,90	5,29
Indonésia	6,16	5,51	5,61	6,09	6,55	7,09	6,50	7,37

Fonte: IFS

TABELA 7				
México - Fluxo de capitais Privados (% do PIB)				
	1992	1993	1994	1995
TOTAL	7,5	8,0	3,1	0,4
NÃO FDI	6,2	6,8	0,2	-3,5

Fonte: Banco Mundial

TABELA 8						
Indicadores Macroeconômicos - México						
	PIB %	Inflação %	Déficit fiscal	Tx câmbio real	Conta Corrente	Reservas Int'l
1991	4,17	22,7	-2,9	103,8	-5,13	17,726
1992	3,59	15,48	-2,9	111,6	-7,31	18,942
1993	2,00	9,74	-2,1	120,8	-5,81	25,110
1994	4,44	6,95	-0,5	97,7	-6,98	6,278
1995	-6,13	35,00	-	101,7	-0,23	16,847

Fonte: IFS, J.P.Morgan

TABELA 8 (a)	
M2 / Reservas internacionais - México	
1991	4,60
1992	5,16
1993	4,43
1994	19,9
1995	5,20

Fonte: Banco mundial

TABELA 9

Indicadores Macroeconômicos - Brasil				
	PIB %	Inflação %	Desemprego	Poupança %
1991	1,03	475,11	4,83	29,06
1992	5,54	1149,06	5,97	24,57
1993	4,92	2489,11	5,32	37,48
1994	5,85	929,32	5,06	3,38
1995	4,22	21,98	4,64	1,85
1996	2,76	9,12	5,47	1,38
1997	3,68	4,34	10,2	1,82
1998	0,15	2,49	7,67	1,25

Fonte: IBGE