

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**REAÇÃO DA BALANÇA COMERCIAL APÓS UMA MAXIDESVALORIZAÇÃO
CÂMBIAL**

Aluno : Bernardo Leite Barbosa Fraga

Matrícula : 9616385-7

Orientador : Ilan Goldfajn

30 de Junho de 2000

**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

Agradecimentos

Agradeço a meus pais por terem sempre se esforçado em me dar a melhor educação possível e que contribuíram intensamente para meu caráter e minha formação pessoal.

Agradeço a meu orientador, Ilan Goldfajn, pelos comentários e sugestões que contribuíram para que este trabalho saísse da melhor forma possível.

Finalmente, agradeço ao meu grande e velho amigo Ilan Szkurnik.

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	06
II. METODOLOGIA.....	10
III. BRASIL: TRÊS CASOS DE MAXIDESVALORIZAÇÃO	
III.1. O ANO DE 1999.....	13
III.2. PLANO COLLOR.....	19
III.3. A CRISE DE 1983.....	21
III.4. RESULTADO DAS REGRESSÕES PARA OS CASOS DO BRASIL.....	23
IV. ÁSIA	
IV.1. A QUEDA DOS TIGRES ASIÁTICOS.....	25
IV.2. TAILÂNDIA.....	28
IV.3. INDONÉSIA.....	31

IV.4. CORÉIA.....	33
IV.5. RESULTADO DAS REGRESSÕES PARA OS CASOS DA ÁSIA.....	35
V. MÉXICO	
V.1. REVISÃO HISTÓRICA.....	37
V.2. RESULTADO DAS REGRESSÕES PARA O CASO DO MÉXICO.....	40
VI. RESULTADO DAS REGRESSÕES EM PANEL PARA TODOS OS CASOS.....	42
VII. CONCLUSÕES.....	43
VIII. APÊNDICE: DADOS.....	45
IX. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	47

I. INTRODUÇÃO

A década de 90 foi marcada por várias crises econômicas (México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998) que deixaram claro a vulnerabilidade do sistema financeiro internacional aos efeitos de contágio causados, em grande parte, pela crescente globalização e pela alta mobilidade de capitais. Como consequência, o crescimento mundial desta década foi de apenas 3% comparado com 3,5% nos anos 80 e 4,5% na década de 70.

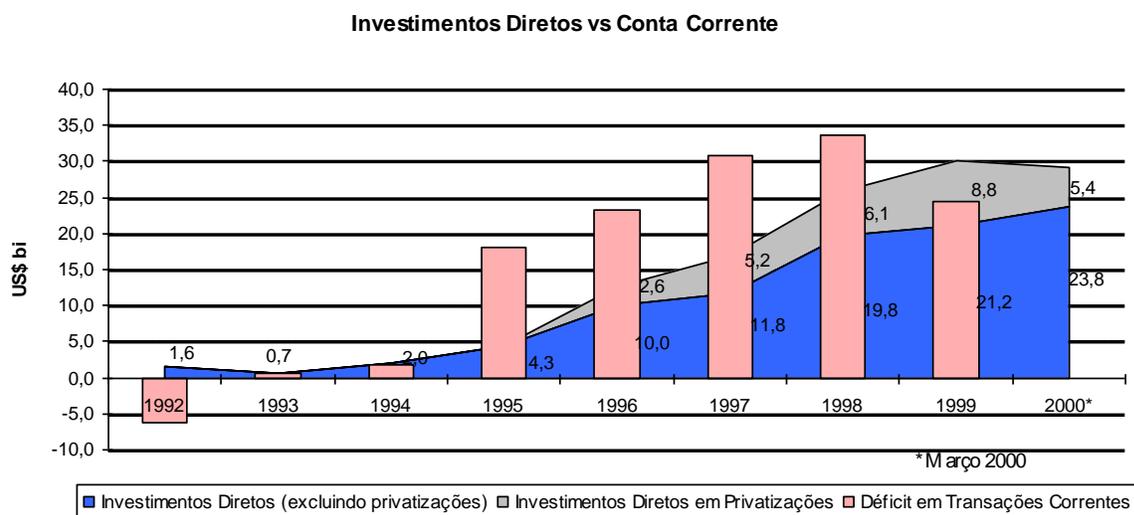
O capital de curto prazo ou “hot money”, que geralmente busca ganhos de arbitragem, diversificação de portfólio e maiores retornos num curto espaço de tempo, foi muito importante para o desequilíbrio do Balança de Pagamentos destes países. Isto, porque tais fluxos tendem a se mover de forma abrupta ao se deparar com crises, principalmente quando estas não são esperadas (como no caso da Ásia).

Mas tão importante quanto os bruscos movimentos de capitais, é o saldo balança comercial destes países emergentes que foi afetado, nos últimos anos, pelo baixo crescimento mundial (citado acima) e pelo ciclo de baixa de várias commodities exportadas pelos mesmos. A recente alta dos preços do petróleo agravou ainda mais a situação de países que são grandes importadores do produto, entre estes citamos o Brasil.

A importância da balança comercial advém da necessidade que tais países emergentes têm de gerarem influxos permanentes de divisas, que podem vir através da conta corrente ou da conta capital e que serão essenciais para a manutenção de um câmbio nominal apreciado. Este último, por sua vez, será vital para que a inflação destes países permaneça sob controle o que possibilitará uma maior redução dos juros. Juros menores

possibilitarão um maior crescimento da economia podendo levar a mesma ao tão desejado ciclo virtuoso.

Quando um país obtém superávites na balança comercial, bons resultados na conta corrente ficam mais viáveis. No caso do Brasil, os investimentos diretos têm sido essenciais para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos (ver gráfico abaixo) mas representam um risco, na medida em que podem sofrer uma queda com o aumento da volatilidade do câmbio e com o fim do processo de privatização. Por isso, é necessário reduzir a forte dependência que o equilíbrio do Balanço de Pagamentos tem na conta capital.



Se resultados positivos na conta corrente não forem obtidos via investimentos diretos ou superávites na balança comercial, os influxos de capital necessários terão que vir através da conta capital por três diferentes formas: (1) Financiamento através de títulos emitidos no exterior; (2) Empréstimos de bancos comerciais localizados em países desenvolvidos (foram muito importantes na década de 80); (3) Empréstimos provenientes de instituições internacionais como FMI e Banco Mundial.

Após detalhada a importância de saldos positivos na balança comercial para o equilíbrio do Balanço de Pagamentos, principalmente no caso de países emergentes que ainda estão passando por profundos processos de reestruturação, podemos entender porque vários economistas defendem a maxidesvalorização da moeda com forma de melhorar o saldo comercial destes países. O problema, é que apesar de uma maxidesvalorização real aumentar a competitividade das exportações, as importações se tornam mais caras internamente o que pode provocar uma grande fonte de pressão inflacionaria. Um subsequente descontrole da taxa interna de inflação poderá acabar com os efeitos benéficos que a maxidesvalorização nominal trouxe para as exportações pois, se o cambio nominal não continuar depreciando, a desvalorização real será anulada.

Neste contexto, os países que passaram por recentes crises cambiais e optaram (ou foram forçados) pela desvalorização de suas moedas, esperavam que esta medida surtisse efeito positivo nos saldos comerciais de forma quase que instantânea. Isto não se verificou na maioria destes países, deixando claro que a resposta da balança comercial a desvalorizações reais não é imediata.

Uma das explicações que a teoria econômica oferece para explicar esta defasagem da reação da balança comercial após uma desvalorização real é conhecida como “J-Curve”. Neste caso, o fato de as importações medidas em termos de produto doméstico aumentarem após uma desvalorização real e as exportações permanecerem inalteradas, faz com que a conta corrente sofra uma queda abrupta. Em seguida, a recuperação da conta corrente é demorada porque os contratos firmados antes da maxidesvalorização têm um horizonte de tempo a ser cumprido e a renegociação destes pode ser bem lenta. Isto faz com que a curva da conta corrente em termos de produto doméstico tenha a forma de um “J”.

Outro argumento que sustenta esta teoria é dado pelo economista Paul Krugman. Ele afirma que também existem restrições no lado dos produtores locais uma vez que estes têm que contratar mais pessoas, comprar máquinas e construir novas plantas contribuindo para esta defasagem da reação da balança comercial. Ele cita ainda o fato de os consumidores ajustarem seus hábitos lentamente diante da nova realidade de preços e oferta.

Evidências empíricas vem mostrando que este “lag” entre tal queda repentina na conta corrente até a sua recuperação para o nível anterior a desvalorização real é de aproximadamente 6 meses a um ano.

II. METODOLOGIA

Neste trabalho será mostrado que existe uma defasagem entre uma maxidesvalorização cambial e a resposta das exportações e importações a esta brusca mudança. Também tentaremos determinar a influência que o cambio real, o PIB interno e o comércio mundial exercem na balança comercial através das respectivas relações com o saldo, exportações e importações. Será incluído ainda o “lag” destas variáveis dependentes visando isolar os efeitos de autocorrelação entre a variável dependente e as variáveis explicativas.

Para tal, serão rodadas várias regressões usando-se MQO na forma LOG-LOG com os modelos base expostos a seguir:

$$1) S_i = \alpha + \beta R_i + \phi P_i + \gamma W_i + \lambda S_{i-t-1}$$

$$2) X_i = \alpha + \beta R_i + \phi P_i + \gamma W_i + \lambda X_{i-t-1}$$

e

$$3) M_i = \alpha + \beta R_i + \phi P_i + \gamma W_i + \lambda M_{i-t-1}$$

onde:

S_i é o log da variação (t/t-4) do saldo em dólares

X_i é o log da variação (t/t-4) das exportações em dólares

M_i é o log da variação (t/t-4) das importações em dólares

R_i é o log da variação (t/t-4) do cambio real

P_i é o log da variação (t/t-4) PIB do respectivo país

W_i é o log da variação (t/t-4) do nível de comércio mundial em dólares

$S_{i,t-1}$ é o lag da variável (t/t-4) dependente S_i

$X_{i,t-1}$ é o lag da variável (t/t-4) dependente X_i

$M_{i,t-1}$ é o lag da variável (t/t-4) dependente M_i

Aplicando-se a teoria econômica às equações definidas acima, os resultados esperados deveriam ser tais que : para (1) $\beta > 0$; $\phi < 0$; $\gamma > 0$; (2) $\beta > 0$; ϕ neutro; $\gamma > 0$ e; (3) $\beta < 0$; $\phi > 0$; γ neutro. A seguir estão breves explicações para estas expectativas.

Esperamos que a primeira variável explicativa tenha um efeito positivo nas exportações já que uma desvalorização real torna os produtos do país mais baratos num contexto internacional. Temos ainda o efeito oposto na lado das importações, pois estas ficarão mais caras para os consumidores “locais”, fazendo com que o efeito seja duplamente positivo no saldo da balança comercial. Achamos essa variável particularmente importante uma vez que tende a englobar relevantes fundamentos econômicos. Além disso, recentes estudos sobre crises como o de Goldfajn e Valdés (1997) e Kaminsky (1997), provaram que desvios na taxa de cambio real tem um papel essencial na previsão de crises.

No que diz respeito ao PIB do respectivo país, entendemos que este tem uma relação neutra com as exportações dado que a sua demanda depende da renda externa e não interna. A relação final desta variável com o saldo comercial será negativa já que as importações devem aumentar diante de uma economia em forte expansão que tende a consumir mais produtos e máquinas importados.

Quanto ao efeito do nível de comércio mundial, fica claro que este terá uma relação positiva com saldos comerciais superavitários pois haverá uma maior demanda para os produtos em geral, beneficiando àqueles que são mais competitivos. Um aumento nesta variável, ampliaria os benefícios de uma desvalorização pois, além de aumentar o quantum exportado, os preços internacionais de grande parte deste produtos tende a se encontrar em um ciclo ascendente. Entendemos que o efeito nas importações seja neutro pois não vemos “a priori” nenhuma relação definida entre estas e o nível de comércio mundial.

Os países a serem estudados neste trabalho são: Brasil (1983, 1991 e 1999), Coreia, Tailândia, Indonésia (1997) e México (1994).

III. BRASIL: TRÊS CASOS DE MAXIDESVALORIZAÇÃO

III.1. O ANO DE 1999

O plano real, implementado em 1994, foi um grande sucesso na medida que conseguiu quebrar a forte indexação da economia nacional através do processo de transição onde foi usada a unidade de conta URV. Tão importante quanto a desindexação da economia, foi o fato de o país estar consideravelmente mais aberto ao comércio internacional em relação a planos anteriores. Isto viabilizou a posterior apreciação da moeda que foi vital durante o período de ajuste da demanda e oferta agregadas, pois impossibilitou as empresas locais de reajustarem os seus preços diante da maior concorrência com o similar importado.

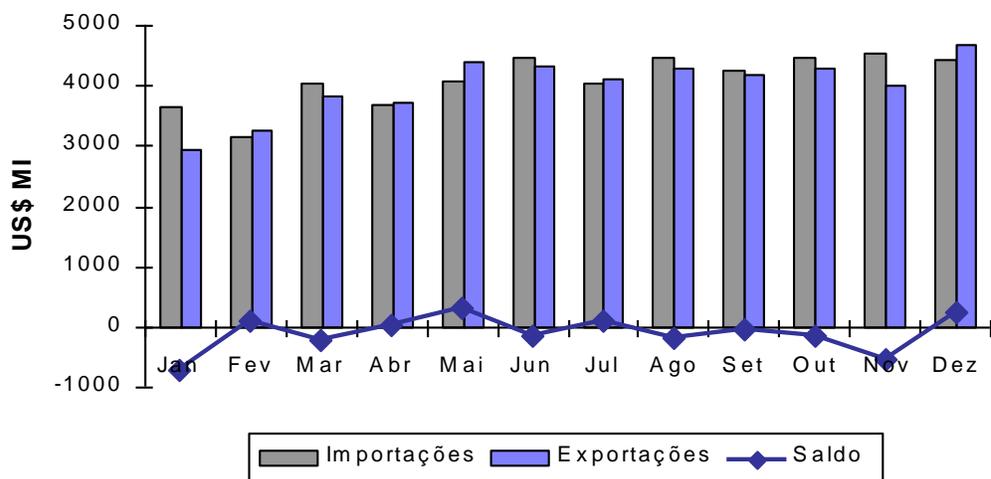
Esta apreciação real da moeda brasileira fez com que saldo da balança comercial passasse de US\$10,4 bilhões positivos em 1994, para um déficit de US\$6,6 bilhões em 1998. No mesmo período, o valor exportado em dólares cresceu 17% ao passo que o importado aumentou em 74.5%, o que mostra claramente os efeitos da abertura comercial e da chamada âncora cambial

É interessante lembrar que os resultados da balança comercial citados acima ocorreram durante uma década na qual diversas áreas de livre comércio nasceram (Nafta-1993, Mercusul-1991). Como conseqüência, o comércio mundial registrou um forte crescimento, onde as exportações mundiais cresceram 61.3% e as importações cresceram 59.3% no período de 1990 até 1998.

Durante o plano real, vários empresários e economistas defendiam a idéia de maxidesvalorização da moeda como forma de tornar as exportações brasileiras mais competitivas. A tão desejada desvalorização acabou ocorrendo devido as sucessivas crises externas (México em 1994, Ásia em 1997 e Rússia em 1998) e, posteriormente, à falta de credibilidade de países emergentes como o Brasil. As reservas cambiais sofreram pesadas perdas pois tiveram que financiar o déficit em conta corrente, antes financiado pela entrada de capitais. O governo se viu obrigado a aumentar a taxa de juros para níveis exorbitantes na tentativa de atrair o capital estrangeiro de curto prazo, mesmo sabendo que sua volatilidade dificilmente proporcionaria uma estabilidade duradoura. Diante da rápida deterioração do cenário interno e da crescente desconfiança dos investidores estrangeiros, o governo alterou sua política cambial, alargando a banda. O novo teto foi facilmente atingido e, em Janeiro de 1999, o governo deixou a moeda flutuar.

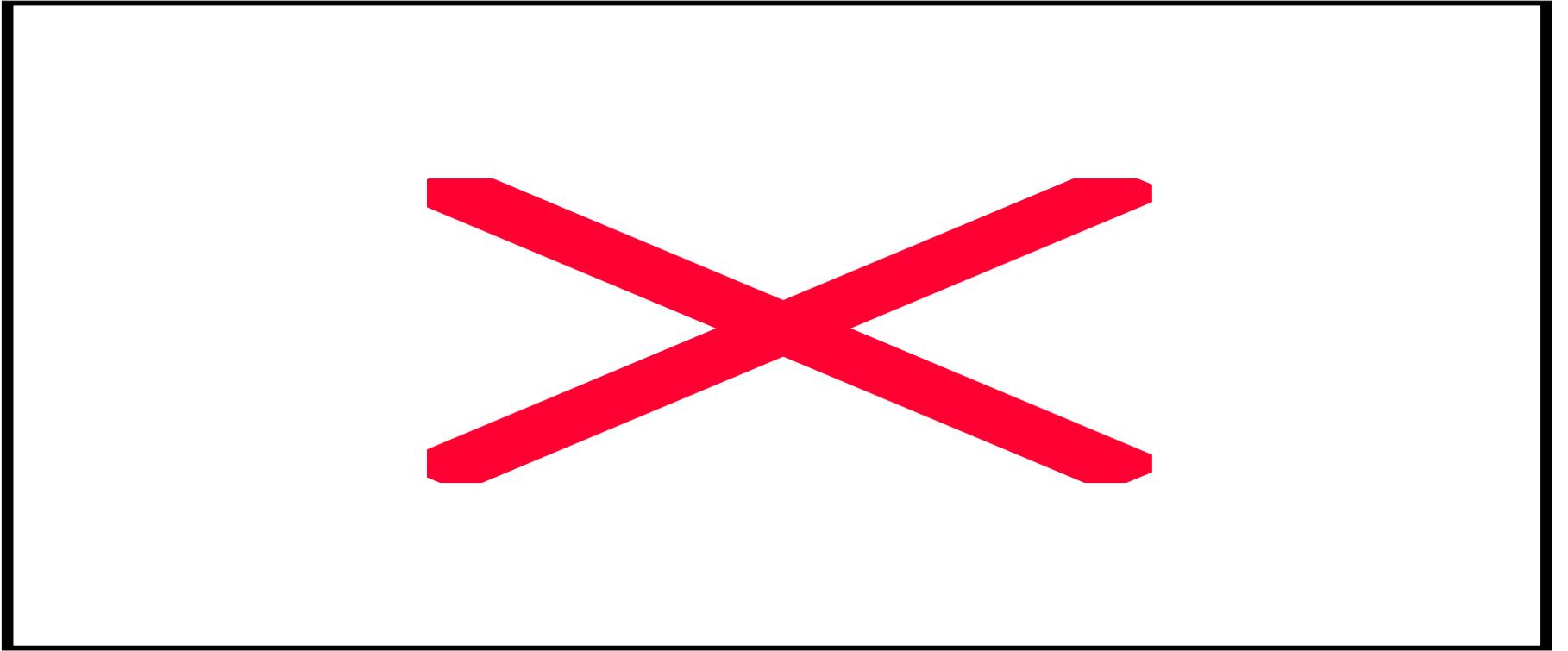
Mais de um ano se passou e a tão esperada virada na balança comercial não se concretizou. Grosseiros erros de previsão foram cometidos e chegou-se a prever um superávit US\$11 bilhões para 1999, mas o saldo da balança comercial fechou o ano passado negativo em US\$1.2 bilhões.

Balança Comercial em 1999 (FOB)



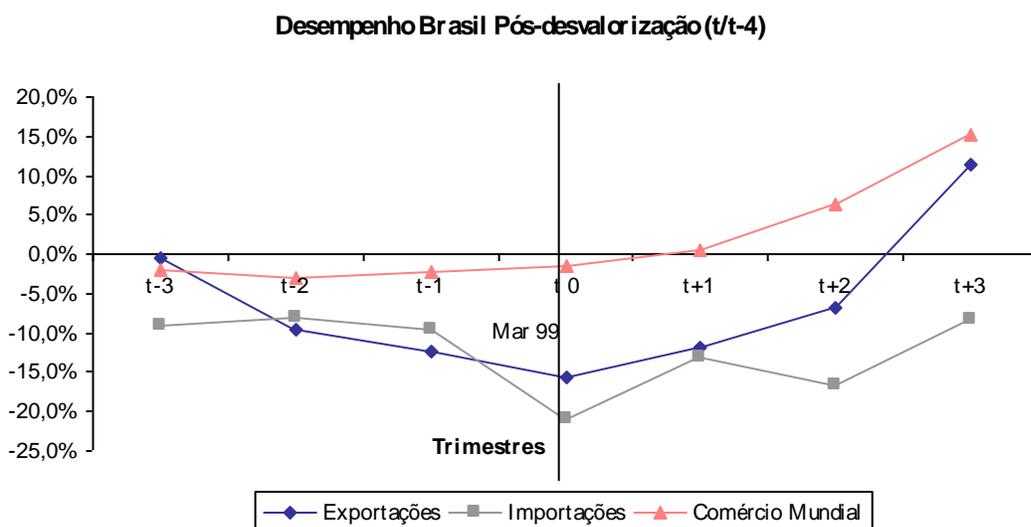
Diante destas evidências, muitos passaram a duvidar da teoria econômica. É seguro afirmar que o problema não está na teoria econômica, mas sim nos fatores exógenos que têm influenciado os recentes resultados da balança comercial. Em primeiro lugar, o nível de comércio mundial registrou, em 1999, sua primeira queda desde 1984, onde as importações e exportações caíram 1.5%. Além disso, pode-se afirmar com segurança que o quantum exportado pelo Brasil aumentou significativamente em 1999 quando comparado com 1998, mas as receitas em dólares caíram devido ao ciclo de baixa dos preços das commodities. Finalmente, os preços do petróleo tiveram forte alta, aumentando os gastos brasileiros com a importação deste.

O gráfico abaixo ilustra o grande peso das commodities nas exportações brasileiras. Também é importante destacar a participação relevante que o petróleo tem nas importações nacionais.

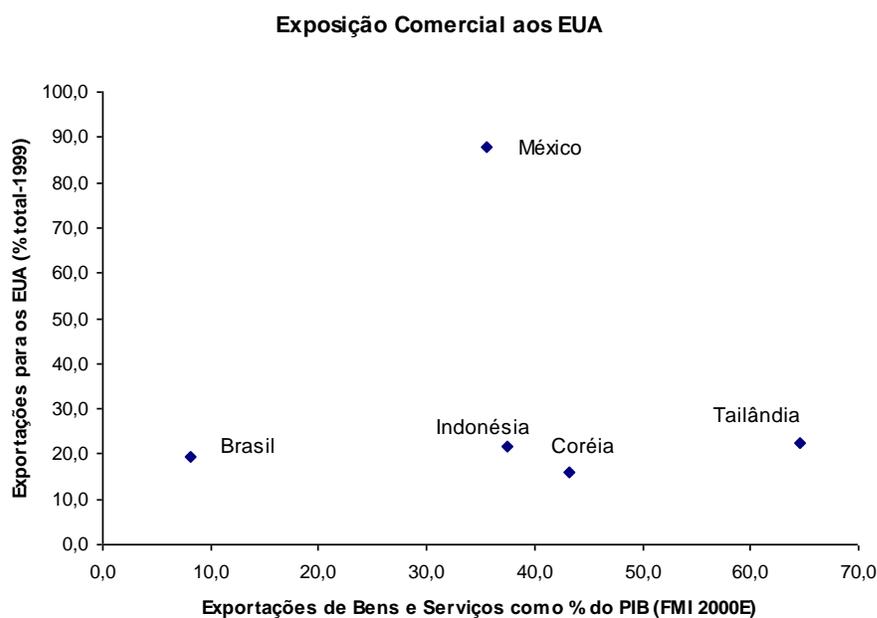


A recente experiência brasileira parece reforçar, em parte, a existência da teoria conhecida como “J-Curve” explanada na introdução. Dizemos em parte, porque a piora na conta corrente não se verificou, uma vez que esta passou de um déficit de US\$33.6 bilhões em 1998, para um déficit de US\$24.4 bilhões no ano passado. Esta melhora no resultado da mesma, se deve principalmente a redução do déficit no resultado da balança comercial e na conta de serviços, com destaque para viagens internacionais e lucros e dividendos. No entanto, alguns dos argumentos usados para sustentar esta teoria podem ajudar a explicar porque as exportações brasileiras não reagiram de forma mais vigorosa. Entre estes estão a renegociação de contratos e a lentidão dos consumidores a mudarem seus hábitos. Outro fator que vem se tornando um grande obstáculo para a recuperação das exportações é a limitação dos produtores locais. Alguns setores como o petroquímico, papel e celulose, têxtil e aço já estão operando bem próximo da sua capacidade total. Este problema só deve deixar de afetar o saldo comercial após um ou dois anos, quando alguns dos investimentos necessários para aumentar a produção interna estiverem operacionais.

Pelo gráfico abaixo já podemos perceber uma tímida recuperação das exportações brasileiras ao longo de 1999. Infelizmente, o mesmo ocorreu com as importações impedindo uma recuperação mais vigorosa da balança comercial. No acordo do governo brasileiro com o FMI está previsto um superávit comercial de US\$4 bilhões para o ano de 2000 mas esta meta deve ser reduzida para algo em torno de US\$3 bilhões. O superávit nos primeiros cinco meses deste ano está em apenas US\$599 milhões, o que implica uma grande aposta na forte recuperação das exportações a para o segundo semestre. Para que isto se materialize, será necessário alguma melhora nos preços das principais commodities exportadas bem como uma queda dos preços internacionais do petróleo.



Vale ressaltar, que dos países estudados neste trabalho, o Brasil parece ser o menos vulnerável a um desaquecimento da economia norte americana, pelo menos em termos de comércio. Este fato pode ser verificado tanto pelo baixo nível de abertura comercial da economia brasileira, como pelo menor percentual de exportações para os Estados Unidos. O México é o país que se encontra na situação mais delicada pois é extremamente dependente dos Estados Unidos (Nafta).



III.2. PLANO COLLOR - 1991

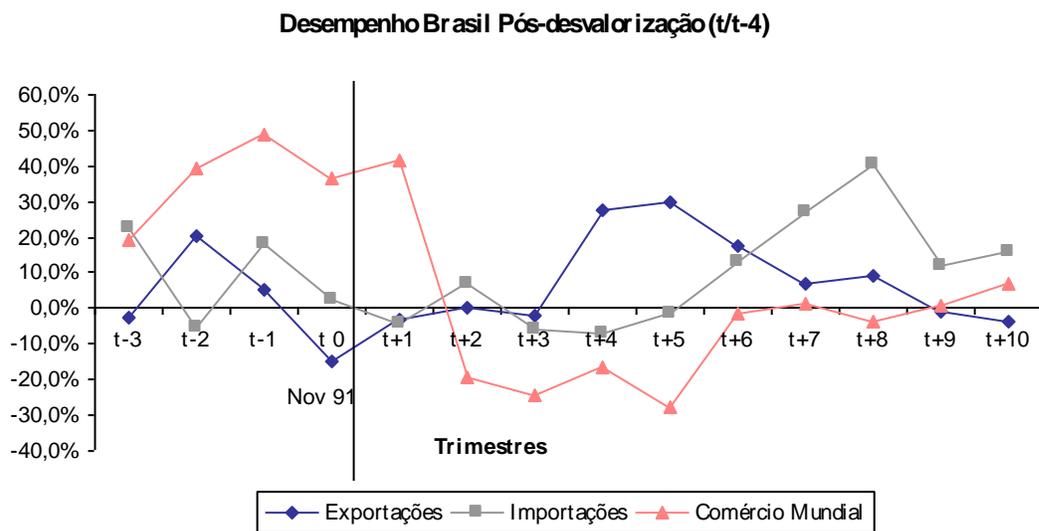
No final do governo Sarney o país assistia ao início de uma hiperinflação. Essa situação era resultado de total descrédito da política econômica da época após o fracasso de mais um plano de estabilização, o Plano Verão.

Fernando Collor assumiu em 1990 e colocaria em prática um plano que tinha como idéia básica a redução do estoque da moeda indexada (M4) visando controlar o fluxo de moeda. Para isso, 80% do M4 seria confiscado e entregue 18 meses depois com correção monetária mais 6% a.a. O ajuste fiscal se daria através de privatizações onde as empresas eram forçadas a comprarem Certificados de Privatização que tinham o grande problema de perder valor com o tempo, ou seja, eram biodegradáveis.

A tentativa de se fazer o ajuste fiscal vendendo ativos não foi bem sucedida e a primeira privatização só ocorreu em meados de 1991. A persistência do problema fiscal impedia o governo de encarar o problema da moeda indexada uma vez que o “overnight” e o mecanismo de zeragem automática eram usados para financiar o déficit. O Plano Collor falhou e pôr mais uma vez o povo brasileiro veria o fim do seu crônico problema de inflação adiado.

A balança comercial logo após esta desvalorização, apresentou comportamento positivo com uma leve recuperação das exportações e ligeira queda nas importações. O superávit comercial passou de US\$1,5 bilhões no último trimestre de 1991 para US\$3,2 bilhões no trimestre seguinte. Posteriormente, no final de 1992, as exportações cederam depois de uma boa performance no ano e as importações começaram a aumentar, já

refletindo a maior abertura da economia brasileira e a melhora no desempenho da mesma que cresceu aproximadamente 4% em 1993.



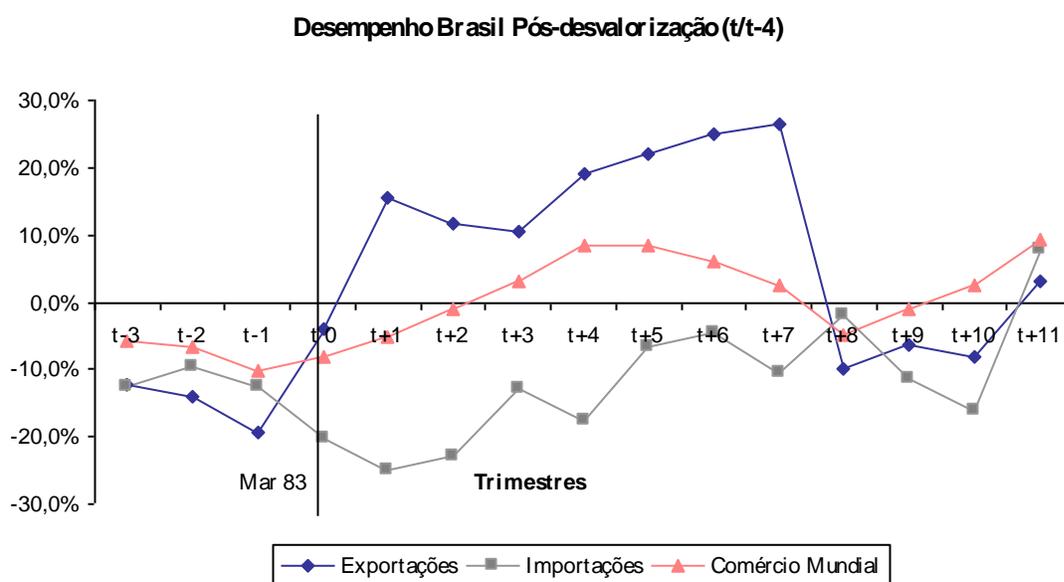
III.3. A CRISE DE 1983

O final da década de 70 foi marcado pela segunda crise do petróleo na qual os preços da mais importante commodity para o mundo duplicaram, deixando seqüelas que acabaram afetando o Brasil por toda década de 80. O forte aumento nas taxas de juros internacionais e a moratória do México em 1982, tornou cada vez mais difícil para o Brasil o acesso a recursos externos. A crescente dificuldade em se cobrir o desequilíbrio no Balanço de Pagamentos faria com que as linhas gerais da política macroeconômica até 1984 passassem a ser extremamente influenciadas pelas restrições externas.

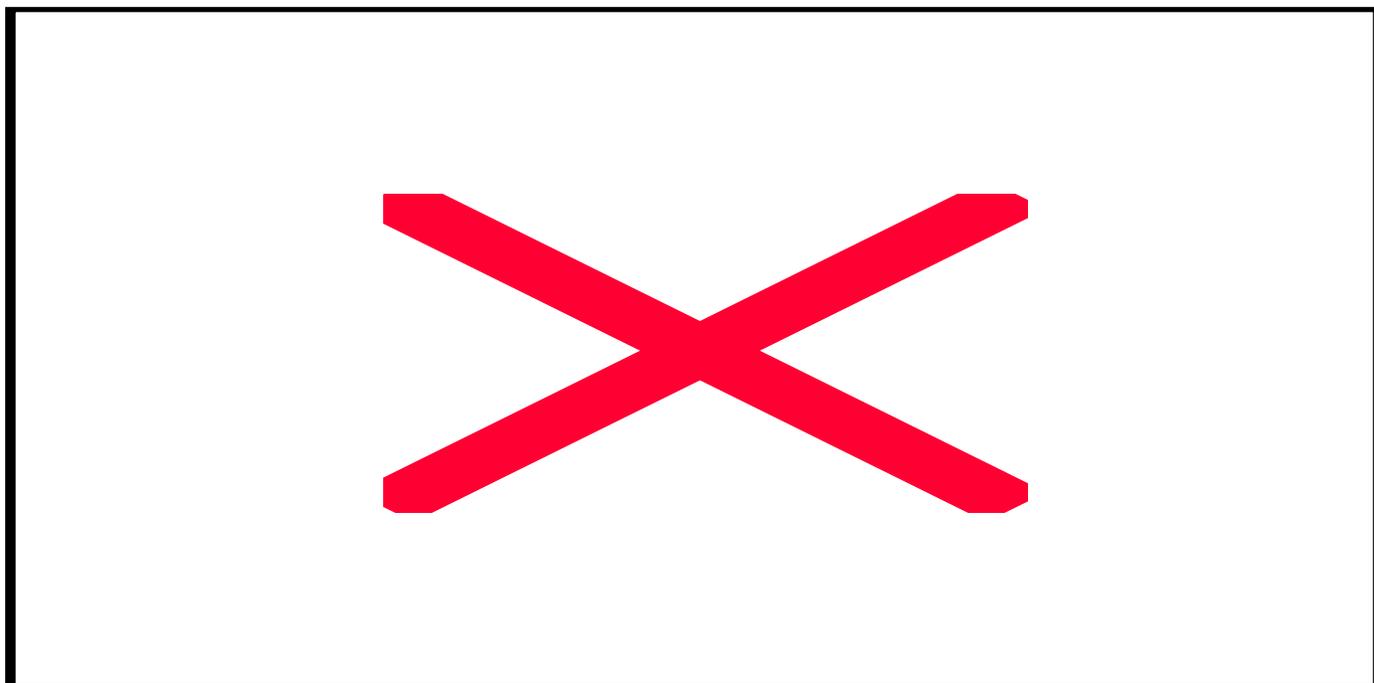
A resposta brasileira veio com grande aumento do protecionismo e com uma forte recessão interna que visavam reduzir as importações e tornar as atividades exportadoras mais atraentes. Tais medidas acabaram sendo ineficazes diante das políticas conservadoras adotadas pelos países mais desenvolvidos, que por sua vez levou a uma queda de 10,5% no comércio mundial quando comparados os volumes totais importados mais os exportados de 1983 com os de 1980. As exportações brasileiras registraram uma queda de US\$3 bilhões em 1982.

Após o fracasso, foi criada uma operação de emergência para evitar suspensões unilaterais de pagamento por falta de divisas estrangeiras através de um acordo com o FMI. No entanto, a frustração com os ajustes externos, a contínua recessão interna e a falta de perspectivas de melhora da economia num horizonte mais curto, levaram o governo ao abandono do gradualismo. Assim, em 21 de fevereiro de 1983, o governo desvalorizou o cruzeiro em 30%. É importante ressaltar que o governo conteve a inflação mantendo os efeitos reais da maxidesvalorização.

Neste caso, a reação da balança comercial brasileira parece ter ocorrido quase que instantaneamente, passando de um saldo positivo de US\$828 milhões no primeiro trimestre de 1983 para um superávit de US\$2 bilhões já no segundo trimestre do mesmo ano. As exportações cresceram favorecidas pela recuperação do comércio mundial e as importações caíram devido à recessão interna.



III.4. RESULTADO DAS REGRESSÕES PARA OS CASOS DO BRASIL



Os resultados referentes as desvalorizações brasileiras dos três casos estudados neste trabalho parecem mostrar várias similaridades. A grande decepção nas regressões das exportações ficou por conta da variável cambio real que se mostrou significativa apenas na regressão referente ao período 89:2-94:1. Já no lado das importações, esta importante variável foi significativa em todas as regressões comprovando sua relação negativa com estas. Finalmente, nas regressões onde temos o saldo como variável dependente, obtivemos uma só regressão com a taxa de cambio real e o PIB significativos e com a relação esperada.

Nas regressões com as exportações como variável dependente, apenas o nível do comércio internacional teve boa consistência sendo significativo em duas das três

regressões. Este fato comprova a correlação positiva entre estas duas variáveis vista nos gráficos anteriores. O PIB interno, não nulo em duas regressões, parece ter influência negativa nas exportações o que poderia ser explicado pela falta de incentivo de se vender externamente diante forte demanda do mercado local. Esse resultado não está totalmente de acordo com a nossa expectativa inicial já que esperávamos que o aumento da produção interna para exportação fosse tornar a relação entre as exportações e o PIB neutra.

Pelo lado das importações, além dos bons resultados da variável cambio real, o PIB também se mostrou significativo em duas regressões. O sinal do coeficiente indica uma relação positiva desta variável explicativa com as importações estando de acordo com a teoria econômica. Ou seja, quanto maior o crescimento da economia, mais máquinas e insumos serão comprados do exterior. O comércio mundial só foi significativo em uma regressão, o que está de acordo com nossas expectativas uma vez que não esperávamos que este fosse exercer grande impacto nas importações.

No quadro separado, temos as regressões feitas com os dados dos três períodos estudados para o Brasil em panel. A regressão das exportações foi muito fraca com o R-squared mais baixo dentre todas as regressões (0,43) e com todas as variáveis explicativas nulas. Já na regressão onde a variável dependente é representada pelas importações, os resultados foram bem mais animadores com R-squared de 0,74 e com as variáveis explicativas cambio real e PIB significativas e com a relação esperada. A regressão do saldo não correspondeu totalmente as expectativas uma vez que apenas a variável explicativa PIB foi significativa e comprovou sua relação negativa com o saldo comercial.

IV. ÁSIA

IV.1. A QUEDA DOS TIGRES ASIÁTICOS

Durante a década de 90 os Tigres Asiáticos surgiram como um fenômeno de crescimento impulsionados por altos investimentos externos que buscavam sua mão-de-obra barata. Foram feitos altos investimentos em educação e a taxa de poupança registrou um grande salto. A entrada de recursos foi tamanha, que os ativos, tanto no mercado imobiliário quanto no mercado de ações, sofreram forte valorização.

Em 1995, após a crise do México, a vulnerabilidade destes países a crises similares começou a ser questionada. O principal sinal de fragilidade vinha dos crescentes déficits em conta corrente. Entretanto, o vigoroso crescimento da economia destes, parecia ser prova suficiente de que não era necessário a aplicação de nenhuma medida conservadora.

A virada para crise começou com uma queda das exportações na região devido a apreciação do dólar em relação ao yen. Mas o elemento mais marcante talvez tenha sido a mudança no saldo dos fluxos de capitais privados que, levando em consideração as cinco economias mais atingidas pela crise (Tailândia, Indonésia, Coreia, Filipinas e Malásia), sofreu uma reviravolta de US\$105 bilhões, passando de um influxo de US\$93 bilhões para uma saída de US\$12.1 bilhões.

A situação se torna mais grave quando levamos em conta a vulnerabilidade do sistema financeiro da região ao pânico dos investidores internacionais, uma vez que este se encontrava extremamente alavancado com empréstimos em moeda estrangeira. Diante da subta fuga de capitais o crédito doméstico sofreu um forte aperto com o aumento das taxas

do juro interna. Várias empresas se viram incapaz de pagar suas dívidas e vários projetos, principalmente imobiliários, foram a falência. Esta combinação de contração no crédito e aumento na taxa de inadimplência, erodiu boa parte do capital bancário na Indonésia, Tailândia e Coréia.

A contração no crédito aumentou ainda mais quando os bancos, descapitalizados, tiveram que reduzir os seus empréstimos para se adequar aos requerimentos dos supervisores bancários apoiados pelo FMI. Muitos economistas acreditam que esta medida, embora de necessária, acabou piorando a situação da região, já que várias instituições financeiras foram liquidadas aumentando o pânico dos investidores e a corrida bancária.

A crise se tornou dramática quando várias agências de risco, entre elas a Moody's, rebaixaram a "classificação" destes países. Isso impediu que várias instituições captassem recursos no exterior, além de limitar investimentos na região por parte de inúmeros investidores estrangeiros.

Depois que a crise havia estourado, foram feitos vários acordos com o FMI cujos objetivos principais eram: uma política fiscal contracionista; a defesa da moeda e; prover os fundos necessários para injetar no debilitado sistema financeiro. Apesar das medidas conservadoras, nenhum dos programas ficou inalterado por mais de algumas semanas e não houveram sinais de rápida recuperação da credibilidade destes países.

Portanto, podemos dizer que a crise no Leste da Ásia foi resultado de grande vulnerabilidade do sistema financeiro destas economias, causado principalmente pelo forte influxo de capitais aliado à desregulamentação financeira generalizada e à fraca supervisão

bancária. O contínuo crescimento destas economias “enganou” a maior parte dos investidores fazendo com que esta fosse altamente inesperada. Finalmente, o efeito do contágio surpreendeu muitos especialistas já que aumentou o “estrago” causado pela crise.

Após feita a introdução da crise asiática englobando a região como um todo, passaremos para algumas particularidades dos países da região a serem estudados. Será feito um breve estudo sobre os casos da Indonésia, Tailândia e Coreia para depois passarmos para os resultados das respectivas regressões.

IV.2. TAILÂNDIA

Os problemas na Tailândia apareceram no começo de 1997 quando algumas empresas, especialmente no setor imobiliário, começaram a quebrar. O não pagamento das dívidas destas empresas afetou os bancos de investimento pois a maior parte destes empréstimos havia sido canalizado ou, em alguns casos, garantido por estes. A situação era tão grave que nos seis meses seguintes, o Banco da Tailândia emprestou mais de US\$8 bilhões para instituições financeiras em dificuldades.

Os fundamentos da Tailândia estavam entre os piores da região. O seu déficit médio em conta corrente entre 1990 e 1995 era de 6.8% do PIB e a maior parte do endividamento externo, no meio de 1997, estava nas mãos de empresas privadas.

No final de junho de 1997, o governo tailandês retirou a ajuda a uma grande instituição financeira, o Finance One, dando um claro sinal de que tanto investidores locais quanto estrangeiros iriam ter que assumir pesadas perdas. Essa atitude do governo acelerou o processo de fuga de capitais que culminou, em 2 de julho de 1997, na desvalorização da moeda tailandesa, o baht.

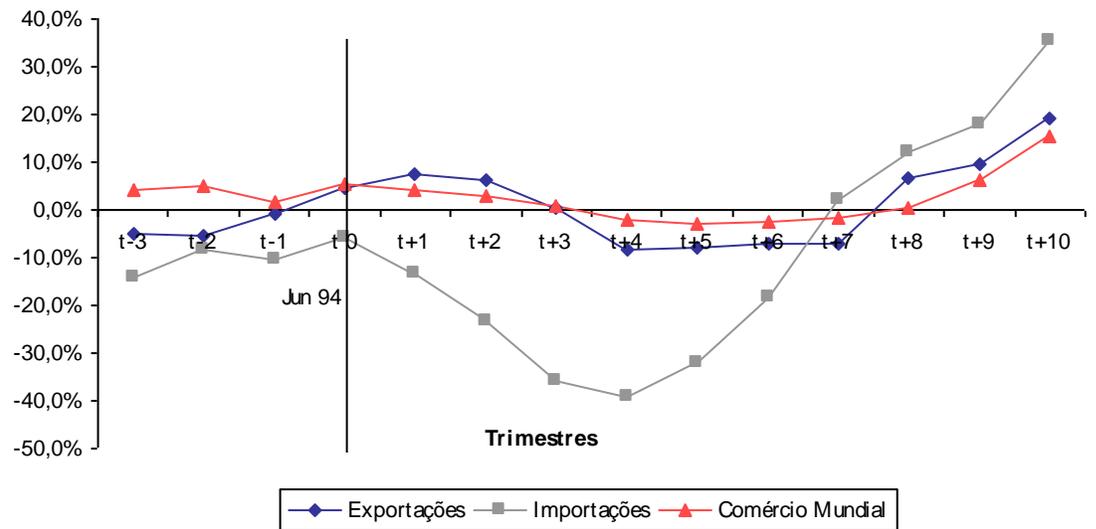
Em 5 de agosto de 1997, foi assinado o acordo com o FMI que previa uma ajuda de US\$17 bilhões para os 34 meses seguintes. O foco do programa era a reestruturação do sistema financeiro com fortalecimento das instituições deste setor visando reconquistar a confiança externa e normalizar o fluxo de capitais. Além disso, as políticas monetária e fiscal continuariam apertadas para suportar o ajuste externo.

Com o objetivo de cumprir as metas citadas acima, o governo fechou 56 de 58 companhias financeiras e interveio em 4 bancos. As autoridades também fortaleceram os regulamentos de capitalização das instituições financeiras de acordo com as regras internacionais e começaram o processo de recapitalização dos bancos.

Essas medidas já começaram a mostrar resultados positivos no início de 1998, com a melhora no Balanço de Pagamentos, estabilização do câmbio e recuperação das reservas internacionais. Entretanto, a recessão no Japão e a situação econômica da região, atrasaram a recuperação da balança comercial. Mas em dezembro de 1998, a melhoria das condições financeiras, tanto internas quanto externas, e o fortalecimento da confiança do mercado permitiram uma queda nos juros e no déficit da conta capital.

O gráfico abaixo mostra que a forte recessão interna e a estagnação do comércio mundial surtiram forte efeito contracionista sobre as importações, ao passo que as exportações chegaram a sentir uma leve recuperação para depois ceder diante da fraca situação econômica da região. Por isso, fica claro que o péssimo desempenho das importações merecem a maior parte do crédito pela gradual melhora dos saldos comerciais da Tailândia. É importante lembrar que as exportações locais também foram prejudicadas pelas desvalorizações competitivas que ocorreram em outros países asiáticos. Além disso, podemos perceber a recente recuperação do comércio tailandês ajudado pelo crescimento do comércio mundial e pela melhora das economias da região.

Desempenho Tailândia Pós-desvalorização (t/t-4)



IV.3. INDONÉSIA

A Indonésia foi o país asiático mais atingido pela crise apesar de seus fundamentos não demonstrarem tantos desequilíbrios como a Tailândia. Suas exportações haviam crescido 10,4% em 1996, o seu déficit em conta corrente de 3,5% do PIB era o mais baixo da região e o país vinha registrando superávites fiscais de 1% do PIB nos quatro anos precedentes a crise.

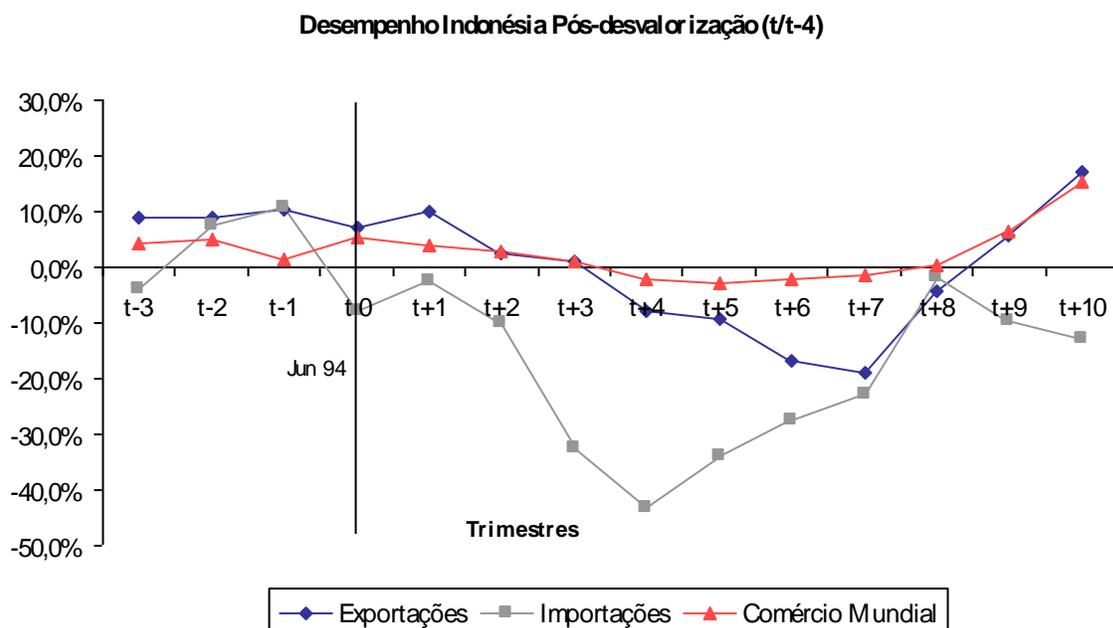
No começo da crise, em julho de 1997, investidores acreditavam que a Indonésia estava seguindo o caminho certo ao alargar a banda de flutuação da sua moeda, a rupiah, em 12% e posteriormente passando para o regime de câmbio flutuante, evitando “queimar” suas reservas na tentativa de defesa da moeda.

Apesar das medidas adotadas, a rupiah sofreu forte ataque especulativo em agosto o que fez com que o governo aumentasse as taxas de juros. O alívio trazido pela assinatura do programa com o FMI em 31 de Outubro, durou pouco uma vez que o frágil sistema financeiro local já havia sido afetado e vários bancos foram liquidados.

O cenário se agravou com a grande seca que atingiu o país causando aumento nos preços dos alimentos e o racionamento destes. O câmbio sofreu ainda mais com os fracos resultados da balança comercial cujas receitas com exportações foram afetadas pela baixa no preço internacional do petróleo e cujos gastos com importação de alimentos eram crescentes. Outro fator particularmente importante foi a incerteza política causada pelo estado de saúde do então presidente Suharto.

No começo de janeiro de 1998 a Indonésia já era o país mais afetado pela crise. O país havia prometido várias reformas estruturais ainda não cumpridas. Nem o anúncio do sistema de “currency board” melhorou a percepção negativa dos investidores.

A balança comercial do país parece não ter reagido rapidamente à desvalorização da rupiah. Mais uma vez as importações foram afetadas pela recessão interna enquanto as exportações também decresciam com a queda no comércio na região. Porém, ressaltamos que após aproximadamente seis meses, os saldos comerciais do país já mostravam boa recuperação. Esse fato se deve principalmente à maior queda nas importações do que nas exportações. Curiosamente, em 1999, as exportações voltaram a crescer com a retomada do comércio mundial ao passo que as importações não vem mostrando o mesmo desempenho.



IV.4. CORÉIA

A Coréia vinha registrando, já em 1996, uma deterioração do seu déficit em conta corrente e um grande crescimento no endividamento externo de curto prazo, principalmente no setor bancário. As exportações registraram rápida queda e o desempenho dos grandes conglomerados, os chaebols, era cada vez pior.

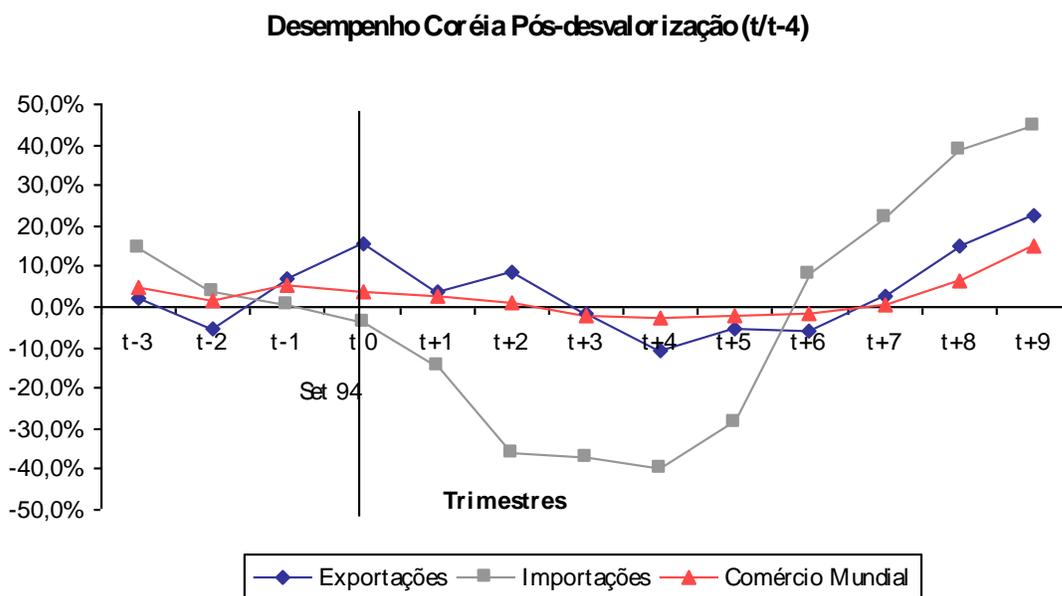
A crise na Coréia começou em Janeiro de 1997 quando a Hambo Steel, que devia quase US\$6 bilhões, quebrou. Outros grandes chaebols faliram fazendo com que os bancos credores também ficassem em situação difícil. Este “fracasso corporativo” generalizado foi a base da desconfiança dos credores estrangeiros que deu início ao processo de fuga de capitais no país. A estrutura de capital dos bancos se viu ainda mais fragilizada com a forte queda no mercado de ações, uma vez que na Coréia, estes podiam aplicar parte de suas reservas de capital em ações de outras companhias.

Como na maioria dos países da região, a Coréia também passava por uma fase de incerteza política já que houve uma troca no governo desde o começo da crise. A Coréia, como a Tailândia, defendeu a sua moeda usando a maior parte das suas reservas internacionais. Outra similaridade entre estes países, foi a grande quantidade de dinheiro injetado no sistema financeiro, fato que deteriorou a situação fiscal, antes sob controle.

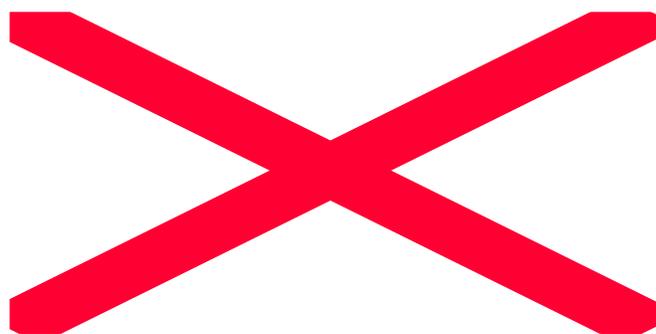
Em 4 de Dezembro de 1997, foi firmado um acordo com o FMI por 36 meses no qual a ajuda alcançaria US\$57 bilhões. Mais uma vez foram implementadas políticas contracionistas que resultaram no aperto da liquidez interna. A grande diferença estava na

forma gradual com que seria implementada a total adequação de capital das instituições financeiras.

A reação da balança comercial coreana foi bem similar a da Tailândia e da Indonésia. Novamente, a maior queda nas importações comparado com as exportações foi o principal motivo por traz da melhoria nos saldos comerciais coreanos. Estes já mostraram forte reação seis meses após a desvalorização local. No ano de 1999 as importações parecem ter se recuperando mais rápido que as exportações o que vem prejudicando os recentes superávites comerciais do país.



IV.5. RESULTADO DAS REGRESSÕES DOS CASOS DA ÁSIA



Ao rodar as mesmas regressões para os países asiáticos não obtivemos resultados satisfatórios, apesar de o menor R-squared ser 0,52 na primeira regressão da Indonésia (variável dependente – saldo) e de o maior ter alcançado 0,99 na primeira regressão (mesma variável dependente) da Coréia.

Primeiramente, vemos que os resultados das regressões do saldo para os três países foram muito ruins já que praticamente todas as variáveis explicativas destas foram nulas. Além disso, a única variável significativa (comércio mundial - Coréia) mostrou uma relação negativa com o saldo, justamente o oposto ao esperado.

Nas regressões que tem as exportações como variável dependente, o grande consenso foi a variável explicativa que representa o nível do comércio mundial. Esta foi significativa nestas regressões possuindo sinal positivo, o que esta de acordo com a teoria econômica. A variável explicativa cambio real decepcionou mais uma vez, sendo significativa apenas na regressão da Indonésia. O PIB teve o comportamento esperado pois foi nulo em quase todas as regressões.

A grande surpresa nas regressões que têm as importações como variável dependente foi a variável comércio mundial. Esta foi significativa em duas de três regressões, mostrando uma inesperada relação positiva com as importações. Esperávamos que esta não tivesse relação definida com as importações.

Também foram rodadas regressões com os dados em panel para os casos da Indonésia, Tailândia e Coréia. Nestas, encontramos resultados similares aos descritos acima, com o nível de comércio mundial sendo a única variável significativa pelo lado das exportações. No que diz respeito as importações, o estranho resultado da variável comércio mundial se repetiu com o mesmo sinal visto anteriormente e as variáveis cambio real e PIB foram significativas com o sinal certo. A regressão do saldo mostrou resultados desapontadores uma vez que o R-squared foi 0,41 e a variável cambio real foi significativa e teve sinal oposto ao esperado. O PIB, não nulo, está de acordo com nossas expectativas e o comércio mundial foi nulo.

V. MÉXICO

V.1. REVISÃO HISTÓRICA

Antes de abordar os fatores que levaram a crise do México em 1994, será feita uma breve recapitulação dos acontecimentos históricos que levaram a moratória de 1982. Estes serão importantes no posterior entendimento da fragilidade do México na época da sua recente crise.

Nos anos 70, os enormes superávites na conta corrente dos países produtores de petróleo, possibilitaram um excesso de crédito no mercado internacional via reciclagem dos chamados “petrodólares”. Estes acabaram por financiar boa parte dos déficits em conta corrente dos países emergentes não exportadores de petróleo. Diante deste contexto, a moeda mexicana se valorizou e as políticas internas mexicanas tornaram-se altamente expansionistas com fortes aumentos nos gastos governamentais.

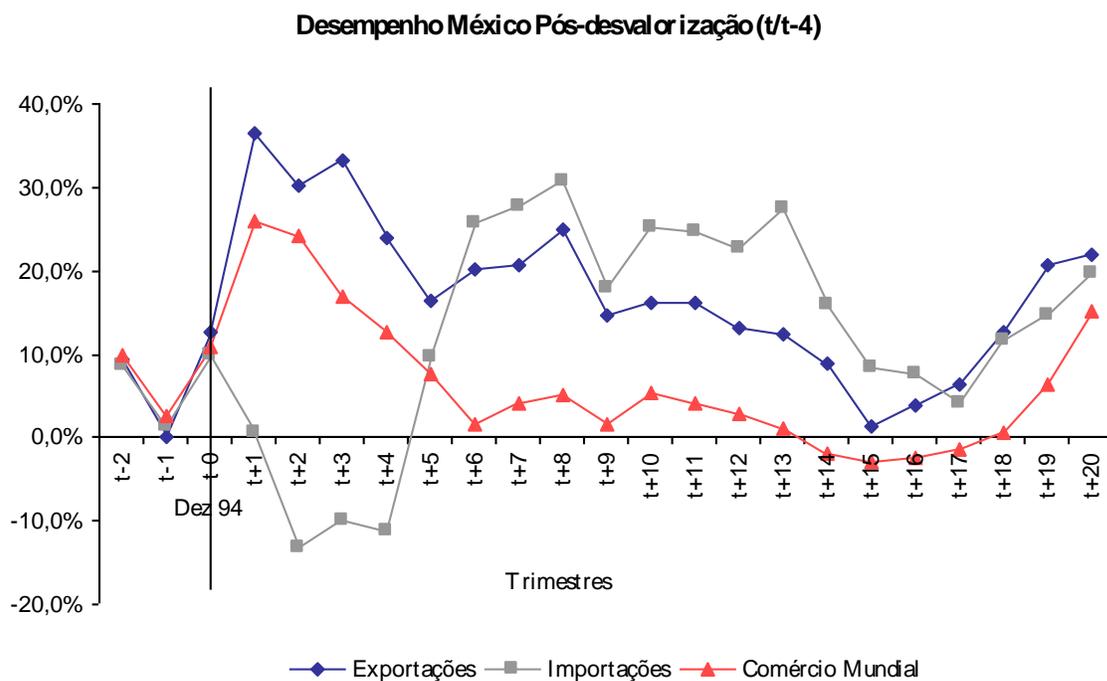
A recessão de 1980-1983 teve impacto devastador na crescente dívida dos países emergentes uma vez que a queda na demanda por exportações provenientes destes levou a uma redução nos preços das commodities. Além disso, o aumento nas taxas de juros internacionais aliado a apreciação do dólar, tiveram impacto imediato na dívida destes países. Em Agosto de 1982, o México se encontrava sem reservas e tinha diante de si a segunda maior dívida de países emergentes (atras apenas do Brasil) que ultrapassava a casa dos US\$80 bilhões.

Alguns anos mais tarde, o plano Brady que tinha o objetivo de renegociar a enorme dívida dos países emergentes, em especial da América Latina, possibilitou a renegociação da dívida mexicana que, em 1990, teve o seu valor de face reduzido em 12%. A partir deste ponto o México passou por uma profunda reforma cumprindo as suas obrigações junto aos seus credores e passando a reduzir a participação do governo na economia, alcançando alguma estabilidade institucional e previsibilidade financeira.

Entretanto, em 1994, o baixo crescimento da economia mexicana aliado ao afrouxamento das políticas monetária e fiscal com a chegada das eleições presidenciais, fizeram com que o capital estrangeiro começasse a reduzir sua exposição ao país. A incerteza política cresceu com o assassinato do candidato a presidência, Colosio, e com a rebelião camponesa nos Chiapas. A saída de capitais se intensificou, as reservas estrangeiras sofreram fortes perdas e o governo se viu incapaz de rolar os Títulos do Tesouro.

Diante de tamanha pressão externa, em 20 de Dezembro de 1994, o México desvalorizou o peso em 15%, o que foi criticado por muitos economistas já que a credibilidade do governo foi sacrificada por uma pequena desvalorização. A consequência foi a piora da percepção de risco por parte dos investidores estrangeiros, seguido de um aumento nos juros de 80%. A recessão interna causada pelo aumento nos juros fez com que o PIB caísse 7% em 1995. Maciços empréstimos concedidos pelos Estados Unidos nos anos seguintes à crise possibilitaram a volta ao acesso aos capitais internacionais assim como uma recuperação já em 1996.

No âmbito da balança comercial, foi essencial para a recuperação do México a aprovação do NAFTA (North American Trade Agreement), em Novembro de 1993. Esta queda nas barreiras comerciais com os Estados Unidos fez com que as exportações mexicanas ficassem mais sensíveis a variações nos preços relativos. Este fato, ajudado pela recessão mexicana após a desvalorização e pelo vigoroso crescimento dos Estados Unidos, parecem ter sido vitais para a rápida recuperação dos saldos na balança comercial (ver gráfico abaixo). Além disso, a crise do México teve repercussões apenas na América, ao contrário da crise da Ásia que afrontou investidores de todo o mundo. Vemos também a alta correlação entre o comércio mundial e as exportações mexicanas.



V.2. RESULTADO DAS REGRESSÕES PARA O CASO DO MÉXICO



As regressões do México parecem apresentar resultados bem satisfatórios já que o R-squared da primeira regressão (com saldo como variável dependente) foi 0,79, o da segunda regressão (com exportações como variável dependente) foi 0,70 e o da terceira regressão (com importações como variável dependente) foi 0,86.

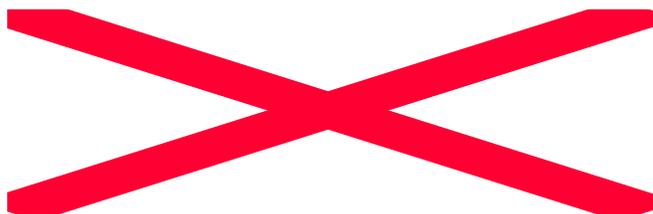
O grande fracasso nas regressões do saldo e das exportações ficou por conta do coeficiente da variável que representa o câmbio real, pois este é insignificante e ainda possui sinal contrário ao esperado. A única variável não nula na primeira regressão foi o PIB que confirmou sua relação negativa com o saldo.

Ainda pelo lado das exportações, a outra variável nula foi o PIB. Este resultado está de acordo com nossas expectativas uma vez que já era esperado que esta variável não exercesse grande influência sobre as exportações. O comércio mundial, a única variável explicativa significativa, apresenta relação positiva com as exportações pois quanto maior for o primeiro, maior será a demanda mundial por produtos em geral criando uma tendência de alta nos preços internacionais.

A regressão das importações, apresentou um R-squared bem mais alto e possui duas das suas variáveis explicativas não nulas, cambio real e PIB interno. Os sinais dos

coeficientes destas também estão em linha com nossas expectativas comprovando a teoria econômica. O comércio mundial foi nulo como esperado.

VI. RESULTADO DAS REGRESSÕES EM PANEL PARA TODOS OS CASOS



Acima temos os resultados das regressões rodadas com os dados de todos os países em panel. A primeira regressão que tem o saldo como variável dependente obteve um R-squared 0,43, o mais baixo de todos. Nesta regressão, apenas o PIB foi significativo e teve o sinal correto. A variável explicativa cambio real foi nula e o comercio mundial, apesar de não nulo, registrou sinal oposto ao esperado.

Já na regressão cujas exportações são a variável dependente, os resultados em relação a significancia dos coeficientes foram excelentes. Finalmente obtivemos a variável cambio real não nula e com o sinal correto. As outras variáveis, o PIB e o comércio mundial, também foram significativas e mostraram relação positiva com as exportações. Nesta regressão, apenas o resultado da variável PIB não saiu de acordo com nossas expectativas pois esperavamos que esta não fosse exercer maiores efeitos nas exportações.

Na regressão das importações também obtivemos bons resultados já que as variáveis cambio real e PIB são significativas e confirmaram suas respectivas relações (negativa e positiva) com as importações. O R-squared nesta regressão foi 0,74, mais alto do que o da regressão anterior.

VII. CONCLUSÕES

Neste capítulo será feita uma síntese dos capítulos precedentes, contendo os principais resultados do trabalho. A monografia teve como objetivo estudar a reação da balança comercial após uma maxidesvalorização cambial, além de apurar a relação empírica que o cambio real, PIB e o comércio mundial têm com o saldo comercial, exportações e importações.

A balança comercial é um fator determinante para que países emergentes possam reduzir os seus freqüentes déficits em conta corrente. Superávits comerciais tornam a permanente necessidade de influxos de capitais menos dependentes de investimentos diretos e de capitais especulativos, possibilitando o pagamento da dívida externa

Foi visto que as exportações raramente apresentam vigorosa e imediata reação após uma forte desvalorização. O caso do México foi uma exceção devido, em grande parte, ao Nafta. Os saldos comerciais dos países estudados mostraram alguma tendência de recuperação que, na maioria dos casos, foi realizada via queda das importações devido à subsequente recessão interna. Além disso, ficou nítida a alta correlação entre as exportações e o comércio mundial em todos os sete casos.

Ao contrário das regressões individuais de exportações e importações, as regressões rodadas para o saldo foram decepcionantes, na medida em que as variáveis explicativas cambio real e comércio mundial foram nulas em praticamente todas as tentativas. A única variável que mostrou alguma consistência foi o PIB que, em geral, confirmou sua relação negativa com o saldo.

Nas regressões onde temos as exportações como variável dependente, ficou clara a influência positiva que o comércio mundial exerce nestas. Já o cambio real, apesar de ter sido nulo na maioria das regressões “individuais”, foi significativo na regressão onde temos os dados em panel de todos os países. O PIB, mostrou relações variadas com as exportações o que de certa forma confirma a nossa expectativa de que este tenha efeito ambíguo sobre estas.

Mas foi pelo lado das importações que obtivemos os melhores resultados, onde as variáveis cambio real e PIB foram significativas em quase todas as regressões e confirmaram suas relações negativa e positiva, respectivamente, com esta variável dependente. Além disso, o comércio mundial não mostrou uma relação muito definida com as importações, o que também está de acordo com o esperado inicialmente.

Deve-se destacar que a variável cambio real parece ter surtido impacto mais definido nas importações do que nas exportações. Ou seja, segundo este trabalho empírico, o efeito positivo que uma desvalorização real deveria exercer sobre as exportações não ficou totalmente claro, ao passo que o efeito negativo que a mesma desvalorização tem nas importações foi plenamente verificado.

Finalmente, pode-se afirmar que a reação das exportações após bruscas desvalorizações cambiais não dependerá unicamente da mudança de preços relativos e da maior competitividade dos produtos do país em questão. A conjuntura na qual os seus principais parceiros comerciais se encontram e o nível internacional dos preços dos principais produtos exportados e importados por este, também serão essenciais para determinar a magnitude e a demora da reação da balança comercial.

VIII. APÊNDICE - DADOS

A seguir será feita uma breve explicação de como foram calculados os dados usados nas regressões expostas neste trabalho.

1) Brasil:

Os dados das transações correntes brasileiras estão em milhões de dólares e são do Banco Central. As exportações e importações usadas são FOB, também em milhões de dólares.

A taxa de cambio real do Brasil é dada pelo produto entre a taxa de câmbio nominal brasileira e o PPI dos Estados Unidos, dividido pela inflação doméstica medida pela FIPE com base 100 em julho de 1994, data em que foi implementado o plano real.

O PIB real é uma série encadeada trimestral fornecida pelo IBGE a partir de 1980.

Como uma proxy do comércio mundial, foram usados dados provenientes do FMI que medem a evolução do comércio mundial em milhões de dólares exportados e importados no mundo.

2) Ásia:

Os dados comerciais usados para os países asiáticos também estão em milhões de dólares. A série do PIB real destes países é trimestral e está em bilhões de dólares. A taxa de cambio real foi calculada deflacionando-se pelo índice de preços mais adequado para cada país. Estes dados foram tirados do banco de dados do banco UBS Warburg.

3) México:

Os dados referentes ao comércio e ao PIB real mexicano foram obtidos do Sistema de Contas Nacionais do México (INEGI). Os dados comerciais estão em milhões de dólares enquanto os dados do PIB mexicano estão em milhões de pesos constantes de 1993.

O cambio real do México foi calculado da mesma forma que o brasileiro, ou seja, multiplicando-se o cambio nominal mexicano pelo PPI dos Estados Unidos e deflacionando este produto pelo índice de preços (CPI) mexicano.

IX. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

GOLDFAJN, Ilan. “Espaço de Manobra”, (1999), Artigo publicado no site da PUC Rio.

SACHS, Jeffrey; RADELET, Steven, (1998), “The Onset of the East Asian Financial Crisis”, National Bureau of Economic Research, Working Paper 6680.

“World Economic Outlook” – Outubro de 1999, (Washington: International Monetary Fund).

GOLDFAJN, Ilan; VALDÉS, Rodrigo, (1997), “Are Currency Crises Predictable”, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

FERRETTI, Gian; RAZIN, Assaf, (1997), “Sharp Reductions in Current Account Deficits: An Empirical Analysis”, IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

KRUGMAN, Paul. “Currency Crisis”.

KRUGMAN, Paul; OBSFELD, Maurice. “International Economics: Theory and Policy”, Fourth Edition.

ABEL, Andrew; BERNANKE, Ben. “Macroeconomics”, Second Edition.

MEXICO: “Stabilization, Reform and no Growth”.

ABREU, Marcelo de Paiva – Organizador. “A Ordem do Progresso”, Nona Edição.

FRANCO, Gustavo H. B, (1996), “The Real Plan”, Departamento de Economia PUC Rio, (texto para discussão # 354).

AMADEO, J., Edward, (1996), “Opening, Stabilization and the Development Prospects for Brazil”, Departamento de Economia PUC Rio.

MENDONÇA DE BARROS, José Roberto; GOLDENSTEIN, Lídia. “A Crise Asiática e a Estabilização no Brasil”.

CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Policy Debate”.

FUNCEX. “Boletim de Comércio Exterior”.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. “Boletim de Acompanhamento Macroeconômico”

BLOOMBERG.