

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O CÂMBIO FLEXÍVEL NOS PAÍSES EMRGENTES

MARCIO MEYER ISAAC NIGRI
No. Matricula 9714779

Orientador: GINO OLIVARES

Dezembro 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

Agradeço à minha família, principalmente aos meus pais, pela ajuda, pelos ensinamentos e pela compreensão que sempre me destinaram. Agradeço também a colaboração do professor orientador Gino Olivares, pela dedicação e pelas críticas sempre construtiva que deu ao presente trabalho.

ÍNDICE

I. INTRODUÇÃO.....	5
II. OS REGIMES CAMBIAIS NO MUNDO ATUAL	7
II. 1. <i>FEAR OF FLOATING</i> E CREDIBILIDADE.....	8
II. 2. PASS THROUGH.....	11
II. 3. MIX ÓTIMO.....	13
II. 4. COMPARAÇÃO DE TAXAS DE JUROS	14
II. 5. UMA VISÃO GERAL	16
III. OS AGREGADOS ECONÔMICOS	18
III. 1. PAÍSES LATINO AMERICANOS.....	19
III. 1. 1. <i>BRASIL</i>	19
III. 1. 2. <i>MÉXICO</i>	25
III. 1. 3. <i>ARGENTINA</i>	30
III. 2. PAÍSES ASIÁTICOS.....	34
III. 2. 1. <i>CORÉIA</i>	36
III. 2. 2. <i>TAILÂNDIA</i>	40
III. 2. 3. <i>INDONÉSIA</i>	43
III. 2. 4. <i>MALÁSIA</i>	46
III. 3. RÚSSIA	49
IV. COMPARAÇÃO DOS AGREGADOS	55
IV. 1. PIB.....	55
IV. 2. INFLAÇÃO	56
IV. 3. JUROS	57
IV. 4. CÂMBIO	58
IV. 5. BALANÇA COMERCIAL.....	59
IV. 6. CONTAS DO GOVERNO	60
IV. 7. RESERVAS INTERNACIONAIS	61
V. CONCLUSÃO.....	62
VI. BIBLIOGRAFIA.....	64

I. INTRODUÇÃO

Muito tem sido escrito e discutido a respeito de qual deve ser o regime de câmbio adotado pelos diferentes países. Principalmente após a crise do México em 1994/95, as seguidas crises asiáticas iniciadas em 1997, a crise da Rússia em 1998, e a crise Brasileira de 1999, o mundo acadêmico começou a buscar respostas no sentido de tentar entender o que havia falhado, e como os países começaram a se reerguer, ou melhor, mudar a tendência. Isto passa por pontos cruciais de decisões macroeconômicas que irão definir o novo quadro de políticas econômicas de cada país.

O objetivo deste trabalho é discutir as várias idéias de regimes cambiais, com base nos textos dos principais autores do assunto, e contrastar estas idéias às decisões tomadas pelos países que passaram por crises cambiais na última década. Numa primeira parte deste trabalho serão expostas as posições dos diversos autores para que na segunda parte seja possível elucidar os caminhos tomados por cada país e como seus principais agregados econômicos vêm atuando desde a mudança do regime cambial. Serão estudados, na

América Latina, Brasil, México e Argentina, nos países Asiáticos de altas taxas de crescimento, Coreia, Tailândia, Indonésia e Malásia e por fim o caso da Rússia.

II. OS REGIMES CAMBIAIS NO MUNDO ATUAL

Os países emergentes sofreram grandes choques externos nos últimos anos e com isso os regimes cambiais tiveram que mudar. Os casos extremos começaram a ser os mais difundidos como o currency board, com a plena dolarização da economia, e o regime flutuante. A maior parte dos países adotou o sistema de câmbio flutuante. Este regime foi o eleito porque os governos não estavam mais dispostos a proteger o valor de suas moedas a uma certa paridade, a qualquer custo, como era feito antes. Além disto, mesmo no regime flutuante, os governos podem intervir no mercado quando há algum descontrole.

Este capítulo será dedicado ao estudo das diferentes teses de regime cambial, a fim de entender um pouco mais a situação dos países emergentes no cenário econômico mundial. Com a análise dos agregados econômicos das economias, que será realizada na segunda parte do trabalho, poder-se-á concluir como a adoção dos diferentes regimes de câmbio ajudaram na recuperação das economias atingidas por crises.

II. 1. *FEAR OF FLOATING* E CREDIBILIDADE

Um primeiro fato a ser estudado é se realmente o regime de câmbio flutuante absorve bem todos os impactos de um choque adverso externo. Isto se torna importante na medida em que, segundo a teoria econômica, o câmbio, em regimes flutuantes, deve absorver completamente choques nominais, como especulações que pressionam a desvalorização de moedas fracas. Taxas de juros e nível de reservas, que influenciam diretamente o comportamento da economia, não deveriam responder a tais choques, pelo menos com muita intensidade.

Guillermo Calvo e Carmen Reinhart (2000a e 200b) fizeram extensivos trabalhos com a finalidade de verificar como os países que adotaram regimes flutuantes estavam atuando. Segundo estes autores, há um medo, por parte destes países, de deixar o câmbio totalmente livre. Eles mostram empiricamente que os que adotaram o regime flutuante não deixam, hoje, a taxa de câmbio flutuar livremente. Além disto, a volatilidade das reservas é alta. Em comparação aos países industrializados como EUA, Alemanha e Japão, as taxas de câmbio variam pouco nos países emergentes (ver tabela 1). Estes autores chamaram esta idéia de *fear of floating*.

O *fear of floating* está baseado na perda de credibilidade por parte dos governos. Esta perda de credibilidade, junto a grande mobilidade de capitais, faz com que

desvalorizações sejam contracionistas na medida em que haja perda de acesso ao mercado internacional. Com isso, a atração de investimentos fica prejudicada. Com estes efeitos, mudanças constantes e muito fortes no câmbio serão prejudiciais às economias. A teoria clássica afirma que desvalorização é expansionista, pois a mudança no câmbio aumentaria as exportações e a renda do país. Porém, a teoria se baseia em livre movimentação de capital e livre acesso aos mercados por parte dos diversos países, a qualquer momento. Pelos motivos descritos acima, segundo Calvo e Reinhart, os países emergentes teriam uma aversão a grande volatilidade no câmbio.

Tabela 1: Volatilidade da Taxa de Câmbio e Taxa de Juros por tipo de Regime de Câmbio

Tipo de Regime	Probabilidade que a variação mensal no câmbio nominal caia em :		Probabilidade que a taxa de juros mensal caia em:	
	+/- 1,0 %	+/- 2,5 %	+/- 0,25 %	+/- 0,25 %
Flutuante	51,67	79,27	33,33	46,68
Flutuante Administrado	60,05	87,54	36,25	49,44
Flutuação Limitada	64,64	92,02	47,53	68,65
Fixo	83,05	95,88	52,33	69,30
Estados Unidos	26,80	58,70	59,70	80,70
Japão	33,80	61,20	67,90	86,40

Fonte: Calvo and Reinhart (2000 a)

Um ponto bastante importante para a idéia de *fear of floating* de Calvo e Reinhart é a questão de como é o acesso ao mercado financeiro internacional por parte dos países emergentes. Esta idéia irá basear a forma pela qual os autores defendem a adoção de regimes fixos ou até o *currency board*. Observando que as taxas de juros cobradas pelo mercado aos países emergentes é sempre maior que a cobrada aos países industrializados, Calvo e Reinhart concluem, analisando outros fatores também, que, caso as autoridades monetárias não possuam credibilidade, o mercado será guiado apenas pelas expectativas. E, ao final, perguntam então qual é a necessidade de os países emergentes possuírem suas próprias moedas.

Hausmann, Panizza e Stein (2000) realizaram estudos semelhantes e confirmaram as suposições de Calvo e Reinhart, em que os países emergentes teriam receio em deixar as taxas de câmbio flutuar livremente. Analisando o nível das reservas, a volatilidade relativa do câmbio em relação as reservas e a volatilidade relativa do câmbio em relação a taxa de juros, eles demonstram que um alto grau de livre flutuação depende do nível de desenvolvimento do país (ver tabela 2). Com isso, os países emergentes não têm como deixar o câmbio flutuar livremente.

Tabela 2: Volatilidade de Depreciação por Grupos de Países

	Volatilidade da Depreciação Dividida pela Volatilidade de:	
	Reservas Internacionais	Taxas de Juros
G 3	17,55	201,60
Outros Industrializados	5,07	38,42
Países Emergentes	1,76	15,65
Outros em Desenvolvimento	0,82	11,06
Emergentes Latino Americanos	1,12	9,74
Leste Asiático	2,63	22,23
Todos os Países	4,18	40,57

Fonte: Hausmann, Panizza, and Stein (2000)

II. 2. PASS THROUGH

Além do problema de credibilidade, os países emergentes sofrem com um grande nível de *pass through*. Este elevado índice está muito ligado às lembranças das hiperinflações pelas quais vários países emergentes passaram. Segundo Hausmann, Panizza e Stein (2000), os países emergentes são os que possuem o maior índice de *pass through* (ver tabela 3). O *pass through* aparece como um ponto importante na hora de mudanças de regimes cambiais. Como a volatilidade do câmbio pode contaminar a inflação do país, mudanças repentinas e grandes variações podem prejudicar muito a economia local.

Goldfajn e Werlang (2000) realizaram estudos sobre este assunto e concluíram que a supervalorização do câmbio, a inflação inicial e a abertura comercial determinam o tamanho do coeficiente de *pass through*. Eles também concluem que este coeficiente aumenta quanto maior for o horizonte do tempo de estudo. Além disso, países europeus, africanos, e da Oceania possuem coeficientes menores que países asiáticos e americanos.

Tabela 3 : Estimativas de pass through para a inflação (1990-99)

	Índice para 12 meses	Índice de Longo Prazo
Austrália	0,21	0,48
Canadá	0,07	0,19
Alemanha	0,07	0,97
Grécia	0,15	0,23
India	0,07	0,92
Indonésia	0,49	0,92
Israel	0,16	0,55
Japão	0,04	0,09
Korea	0,18	0,59
México	0,58	0,93
Paraguai	0,59	0,98
Singapura	0,02	0,16
Polônia	0,62	0,80

África do Sul	0,11	0,47
Suiça	0,02	0,02
Tailândia	0,03	0,06
Grã Bretanha	0,03	0,06
EUA *	0,04	0,34

* Preços internacionais versus taxa nominal efetiva dos EUA

Fonte: Hausmann, Panizza e Stein (2000)

II. 3. MIX ÓTIMO

Uma visão alternativa ao *fear of floating* é a de que existe uma combinação ótima entre juros e câmbio para os países quando há a necessidade de absorver um choque externo. Segundo Goldfajn e Olivares (2000) um mix de taxa de juros e câmbio é uma política ótima quando se está operando no regime de taxas flutuantes. Logo, encontrar uma volatilidade alta nas taxas de juros dos países que adotaram o regime flexível, não seria espantoso.

A nossa opinião é a de que realmente deve haver um *mix* ótimo a ser utilizado pelas autoridades monetárias, pois o regime flutuante não deve engessar as possibilidades de intervenção na economia. A respeito da credibilidade, ainda é cedo para se tirar conclusões, porém o que se espera é que os países realizem as reformas estruturais necessárias nas economias. Acreditamos que, por terem passado por épocas de hiperinflação e/ou por períodos de grande endividamento externo, estes países ainda são castigados, porém estão aprendendo. Um excelente exemplo é o Brasil. A moratória de 1987 decretada pelo Governo Sarney é até hoje um grande empecilho para que as agências de *rating* melhorem a classificação do Bônus brasileiro. Pode se dizer isto porque países que no momento possuem índices econômicos piores que os brasileiros estão melhor classificados exatamente por não terem uma moratória em seus passados.

II. 4. COMPARAÇÃO DE TAXAS DE JUROS

Vários são os aspectos importantes na escolha do melhor regime de câmbio para cada país. Uma das determinantes é o comportamento das taxas de juros internas em relação às variações nas taxas de juros internacionais. Isto é base de estudos para vários economistas. Uma conclusão que se pode retirar, tanto em vista aos conceitos teóricos, quanto aos trabalhos recentes, é que países que adotam regimes de câmbio fixo apresentam maiores correlações entre as taxas de juros domésticas e as taxas de juros internacionais, do que países que adotaram regimes de câmbio flexíveis. Ou seja, países com regimes

fixos utilizam, com mais frequência e maior vigor, as taxas de juros internas como instrumento de absorção de choques externos em relação aos países com regimes flutuantes. Utilizando o trabalho de Borensztein e Zettelmeyer (2000), é possível verificar este fato. No trabalho foram comparados as repostas das taxas de juros internas às mudanças nas taxas de juros internacionais (taxas de juros de três meses do tesouro americano). Para isto utilizou-se, principalmente, Hong Kong e Argentina como exemplos de *currency board* e México e Singapura como exemplos de regimes flexíveis. A comparação foi estabelecida entre Argentina / México e Hong Kong / Singapura. Foi possível concluir, apesar de certos problemas estatísticos, que os países que adotam o *currency board* apresentam coeficiente de dependência monetária maior do que os que adotam o regime flexível.

Frankel, Schmukler e Servén (2000) também realizaram estudos no mesmo sentido. Estes apenas separaram os países por regime cambial e rodaram uma regressão com a finalidade de observar o quanto variações nas taxas de juros internacionais influenciavam as taxas de juros domésticas. Os resultados encontrados reafirmam os resultados do trabalho citado acima e com a teoria econômica, ou seja, em regimes fixos, as taxas de juros domésticas são mais sensíveis à variações na taxa internacional do que em regimes flutuantes.

Estas investigações tornam-se bastante úteis na medida em que as *yield curves* serão montadas de acordo com as expectativas dos mercados e isso afetará diretamente a capacidade de desenvolvimentos das economias.

II. 5. UMA VISÃO GERAL

Observando todo este contexto, as opiniões de quando adotar qual tipo de regime de câmbio ainda são variadas. Uns defendem *hard pegs*, ou até mesmo a substituição completa da moeda nacional, enquanto outros acreditam nas vantagens do sistema flutuante. O ponto importante a se verificar é que não é possível eleger um sistema como sendo o melhor para todas as economias. A partir daí os economistas tentam apontar quais tipos de países, que possuem certas características em suas economias, devem seguir tal sistema de câmbio, ou, ao menos, seria o mais recomendável. Velasco (2000), aponta alguns pré-requisitos para a adoção de regimes tipo *hard pegs*. Segundo ele, países menores são candidatos melhores a possuírem taxas fixas do que países grandes. Além disto, este regime é aconselhável para países onde o Banco Central é fraco e onde a situação fiscal encontra-se deficitária. Também é importante, na adoção de tal regime, que se fixe a moeda local à moeda do país que possua o maior fluxo de comércio bilateral. Este país deve possuir, além do mais, uma história de baixa inflação, para que o câmbio real não seja atingido por altas inflacionarias externas. Velasco aponta também para a importância de se flexibilizar as leis trabalhistas. Isto se torna muito importante na medida em que, com o câmbio fixo, os salários nominais e os preços devem se ajustar, mesmo que vagarosamente, a choques adversos. Apesar de enfatizar a importância do regime fixo, com condicionalidades, a tais países, ele argumenta também que num mundo de taxas flutuantes, se fixar a uma moeda significa flutuar em relação às outras. Este foi um dos problemas enfrentados pelas economias asiáticas em suas crises, pois o yen variou muito em relação ao dólar. Uma solução seria se

fixar a uma cesta de moedas, porém esta solução é normalmente descartada visto sua dificuldade de implementação.

III. OS AGREGADOS ECONÔMICOS

Nesta segunda seção do trabalho serão analisados o desempenho dos oito países: Brasil, México, Argentina, Coreia, Tailândia, Indonésia, Malásia e Rússia. Para isto serão observados os seguintes agregados econômicos dos países nos últimos anos (de acordo com a disponibilidade dos dados): Taxa de crescimento do PIB, Inflação (índice ao consumidor e índice de atacado), Taxa de Juros nominal denominada money market, Taxa de Câmbio real (deflacionada pelos dois índices de Inflação), Balança comercial, Balanço de Pagamentos, Déficit do Governo e Reservas Internacionais. A Taxa de crescimento do PIB será apresentada comparando-se cada trimestre ao mesmo trimestre do ano anterior e aparece em porcentagem assim como as Taxas de Inflação e as Taxas de Juros. As Taxas de Câmbio real foram deflacionadas pelos índices de inflação ao consumidor e ao produtor dos respectivos países contra as taxas dos EUA. A Balança Comercial, o Balanço de Pagamentos e o Déficit Fiscal serão apresentados como proporção percentual do PIB. E as Reservas Internacionais são denominadas em milhões de dólares.

Os dados foram retirados do programa do Fundo Monetário Internacional (FMI), International Financial Statistics (IFS), versão de junho de 2000. Os dados não disponíveis neste programa foram retirados dos *sites* dos Bancos Centrais e do *site* do IPEA. Os dados são trimestrais e o período analisado vai de 1993 a 2000.

Com base nestes dados e a observação dos gráficos, com as tendências que estes deverão apresentar, será possível identificar se os países estão ajustando suas contas e quais deverão ser as conseqüências disto.

III . 1. PAÍSES LATINO AMERICANOS

Os países Latino Americanos estudados serão o Brasil, o México e a Argentina. A seguir será analisado cada país separadamente.

III. 1. 1. BRASIL

O Brasil passou, como a maioria dos países latino americanos, por um período de ditadura que foi encerrado em 1985 e em 1988 foi instaurada uma nova constituição. Os presidentes tinham muitos problemas a serem enfrentados e um dos principais era a inflação galopante do país. Ninguém conseguia quebrar a inércia inflacionaria que existia na economia.

Gráfico 1 c:

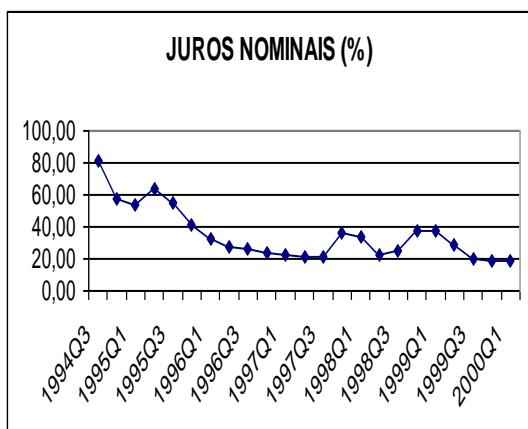


Gráfico 1 d:

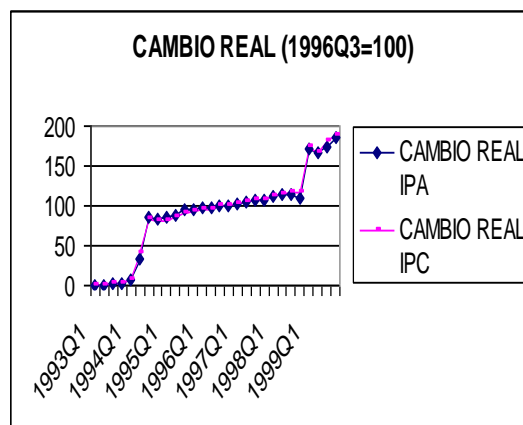


Gráfico 1 e:

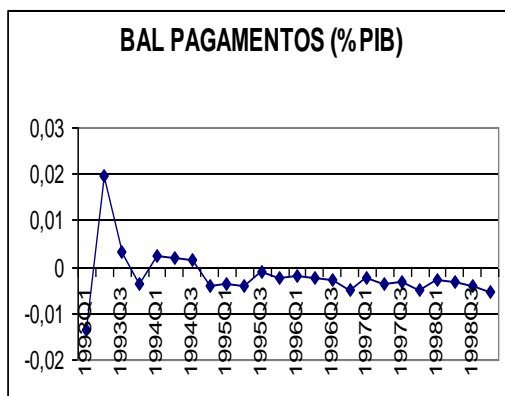


Gráfico 1 f:

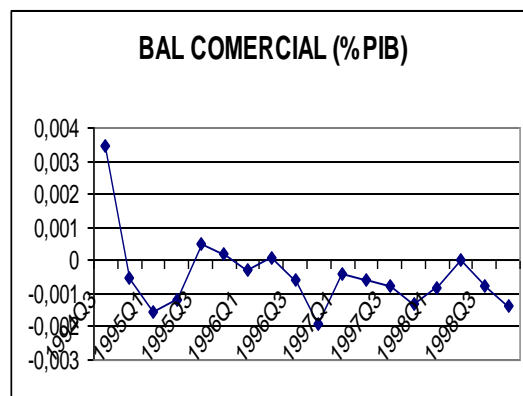


Gráfico 1 g:

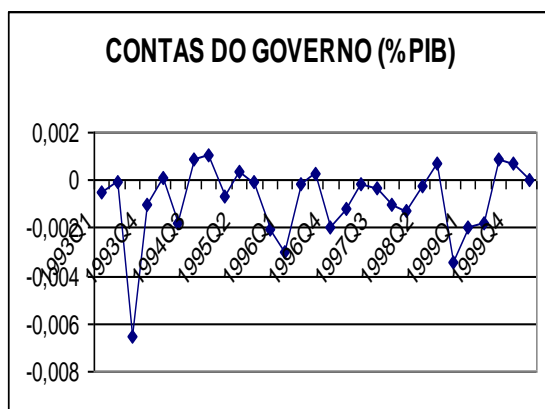
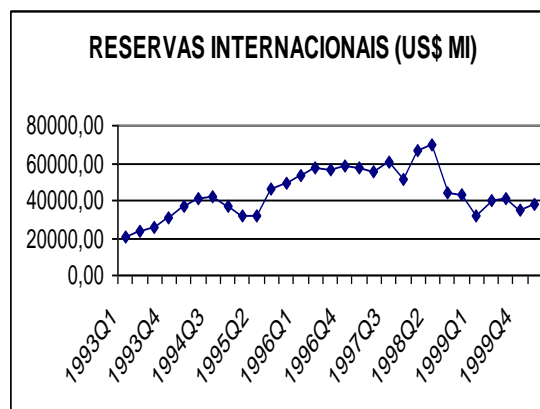


Gráfico 1 h:



A partir do gráfico de crescimento do PIB (1 a) , pode-se observar como a taxa de crescimento do PIB é volátil. Em 1994 tem-se um princípio de grande crescimento, com a adoção do novo regime econômico, porém este crescimento é diminuído pela crise Mexicana do final de 1994. Em 1997 e 1998 tem-se um crescimento muito baixo com até períodos de recessão, marcados pelas crises asiáticas e a crise da Rússia em 1998. Logo após isto o país consegue se recuperar, sofre a crise da desvalorização do Real, moeda local, porém mantém um crescimento inesperado, ainda que pequeno. No ano de 1999 o Brasil cresceu cerca de 0,5%.

Observando o comportamento da inflação no Brasil é muito importante ressaltar que até o primeiro semestre de 1994, o país vivia com alta inflação e em alguns períodos hiperinflação. O Plano Real foi o único que conseguiu diminuir a inflação, mante-la baixa e estável. O câmbio valorizado era a principal âncora do Plano e por isso qualquer mudança neste poderia por fim a todo o esforço de implementação do Real. A série mostra uma tendência nítida de decréscimo, para o início dos dados, porém os diversos choques fazem com que haja uma alta volatilidade. Em 1998 pode-se observar as menores taxas, tanto no IPA quanto no IPC. A parte interessante dos gráficos acima é o período compreendido pela desvalorização do Real, em 1999. A desvalorização fez a taxa de inflação aumentar. Isto é normal nestes períodos. O interessante é a diferença entre a inflação pelo IPA e pelo IPC. O IPA, para todo este período, ficou acima do IPC. Ou seja, os produtores não conseguiram repassar aos consumidores todo o aumento de custo que eles tiveram. Alguns economistas afirmam que isto se deve ao fato de o Brasil ter sofrido a desvalorização em um período já recessivo, onde o poder de compra dos consumidores estava pequeno.

Num sistema de câmbio fixo, a taxa de juros exerce uma função muito importante. É ela quem deve absorver possíveis os choques externos. E foi isto que aconteceu no Brasil desde a implementação do Real até a desvalorização e a conseqüente mudança de regime cambial. É possível observar que o país estava fazendo um esforço para diminuir a taxa de juros, passada a crise Mexicana. Porém, a crise asiática fez com que este esforço fosse interrompido. Os juros subiram muito, quase dobraram, continuaram altos em 1998, em função dos tremores na Rússia, abaixaram no final deste mesmo ano, porém a eminente crise brasileira fez os juros subirem novamente. Somente no segundo semestre de 1999 o país pode reaver o processo de diminuição dos juros e esta é a atual tendência.

No gráfico do câmbio (1 d) é possível observar dois períodos muito importantes. O primeiro período se dá na implantação do Real em 1994. Deste ponto até o início de 1999 tem-se um sistema fixo de câmbio com desvalorizações constantes. Já, a partir de 1999, há a mudança de nível e o regime flutuante é instaurado. Em razão da inflação medida pelo IPA ser maior que a medida pelo IPC, para o período subsequente à desvalorização, o câmbio real medido pelo IPA estará abaixo do medido pelo IPC.

O Brasil possui um histórico de problemas com o financiamento dos seus constantes déficits no balanço de pagamentos. Isto já gerou momentos de pânico no passado. Porém, após a implantação do Plano Real, o volume de recursos externos, tanto de capital especulativo aproveitando as altas taxas de juros, quanto de investimento direto, eram suficientes para financiar os déficits. Com as constantes crises da década de 90, o capital ficou mais seletivo e em alguns momentos era difícil atrair recursos para países emergentes.

Porém o capital para investimento direto no país continuou entrando em volume relativamente alto.

A Balança Comercial brasileira, até o Plano Real, gerava superávites. Porém, como houve valorização da moeda, deixando os produtos importados mais baratos, a Balança Comercial começou a apresentar déficits . Esses déficits geraram muita discussão interna, porém, sendo o câmbio a âncora do Plano, não poder-se-ia alterar este com a finalidade de melhorar as exportações. O desejo era de que as indústrias locais se modernizassem e ganhassem produtividade para competir tanto internamente quanto externamente.

Com a queda da inflação no segundo semestre de 1994, o ganho que esta possibilitava ao governo foi destruído. Não mais seria possível realizar ganhos com a prorrogação das despesas, pois essas perdiam seu valor real em razão da inflação corrente. Esta era apenas uma das operações onde o governo “fazia” dinheiro. Com isso, a má gerência das contas públicas em toda esfera governamental fazia com que os constantes déficits gerassem problemas na rolagem das dívidas e no financiamento de novas. As taxas cobradas eram muito altas e a credibilidade do governo ficava afetada. Somente com a austeridade imposta pelos acordos com o FMI, o controle dos gastos começou a melhorar e as contas primárias começaram a gerar superávites.

O nível de reservas internacionais, conforme o gráfico 1 h , oscilou de acordo com a evolução das crises. A credibilidade que o Plano Real gerou fez aumentar o nível de reservas em 1994. A crise do México provocou uma recaída, pois os investidores ficaram

com medo de contaminação. Como o aumento nas taxas de juros era sempre a reação às crises que se sucediam, a entrada de recursos especulativos, aproveitando este fácil ganho, acontecia em grande volume. Porém, após a crise Russa veio o eminente pavor com a sustentabilidade do câmbio brasileiro. Isso fez o nível de reservas cair até chegar a um nível bastante baixo. Neste momento houve a desvalorização do câmbio e as reservas se encontram estáveis.

III. 1. 2. MÉXICO

Como todo país de terceiro mundo e ainda mais, como país latino americano, o México apresenta , em seu histórico, tanto dificuldades em sua economia quanto em termos políticos. A partir de 1985 começaram a ocorrer reformas muito importantes na economia Mexicana. Houve uma liberalização radical do comércio , o governo iniciou a venda de algumas empresas estatais e também diminuiu a severidade nas normas referentes ao controle externo das empresas do país. Em 1989, com o Plano Brady, o México melhorou, como outros países latino americanos também o fizeram, as condições de suas dívidas externas. O princípio da década de 90 foi marcado pela estabilidade da moeda, porém a inflação, que já havia diminuído bastante, ainda não estava em nível realmente baixo. Isto fazia os produtos Mexicanos no exterior caros e prejudicava as contas externas, já que a

balança comercial apresentava déficits bastante altos. Mesmo com todas estas reformas o crescimento ainda estava aquém do necessário . Foi então que o governo se viu pressionado em 1994. As reservas internacionais estavam caindo a níveis muito baixos e a desconfiança sobre a saúde econômico do país espantava os investidores. O governo tinha duas opções: aumentar as taxas de juros ou desvalorizar o câmbio. O México optou pela segunda alternativa. Todos esperavam que isto seria suficiente. Porém os investidores continuaram pressionando a moeda, a desvalorização era cada vez maior, as taxas de juros foram aumentadas, chegando a 80%, e o governo não conseguia mais rolar suas dívidas, notadamente as indexadas ao dólar. A crise se espalhou do setor público para o setor privado, a economia entrou numa recessão profunda e contaminou vários países emergentes, principalmente os latino americanos. A salvação do México veio através de empréstimos dos organismos multilaterais, porém o maior emprestador foram os EUA que colocaram a disposição do governo Mexicano uma linha de crédito de US\$50 bilhões.

Gráfico 2 a:

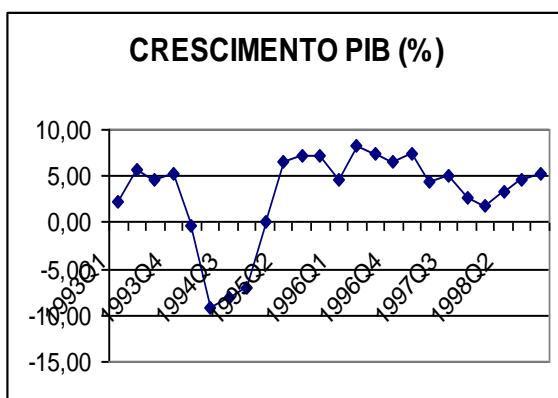


Gráfico 2 b:

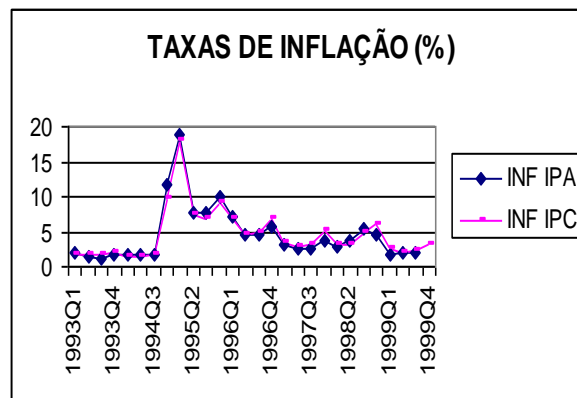


Gráfico 2 c:

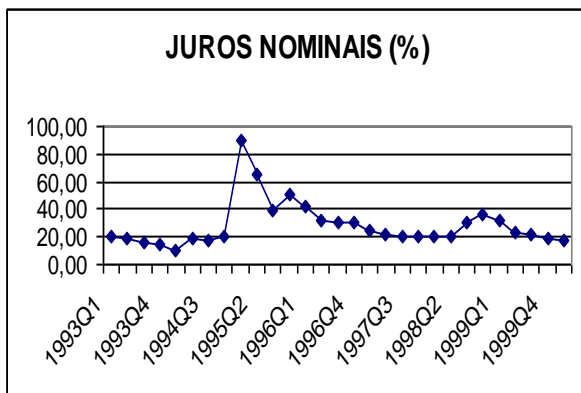


Gráfico 2 d:

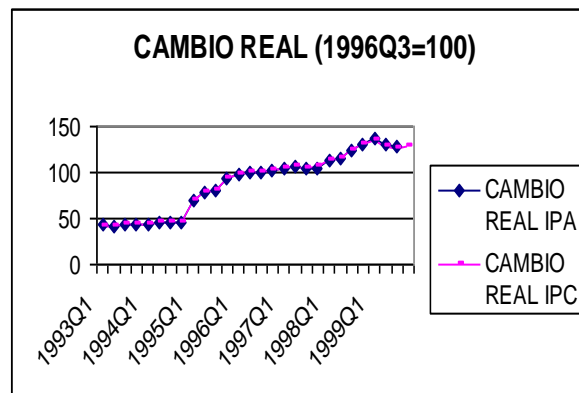


Gráfico 2 e:

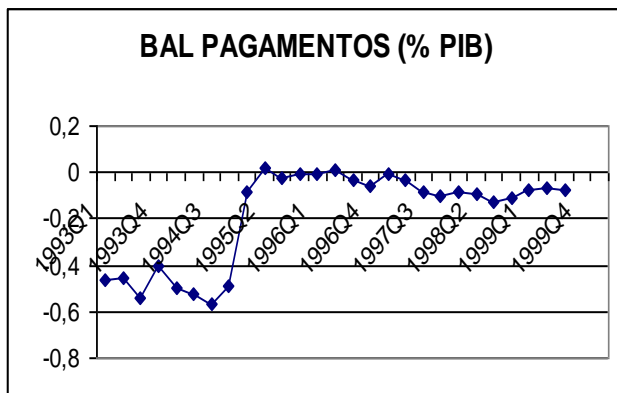


Gráfico 2 f:

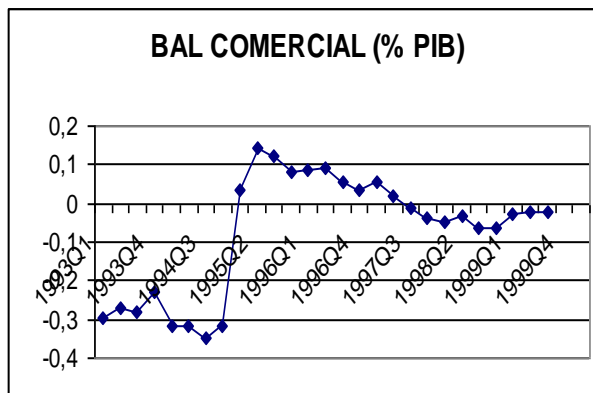


Gráfico 2 g:



Gráfico 2 h:



O México entrou na década de 90 com uma boa taxa de crescimento, porém em dezembro de 1994 estourou a crise e há uma recessão bastante forte. No final de 1995 o país se recupera e mantém taxas de crescimento positivas. O México é afetado pelas crises asiáticas e pela crise Russa, tendo seu crescimento diminuído.

O país conseguiu estabilizar sua inflação logo no princípio da década de 90. Como já foi dito, a inflação estava baixa porém ainda apresentava sensível diferença à dos EUA. Isto fazia seus preços caros no mercado internacional. Com a crise de 1994 a inflação explodiu voltando a cair com a normalização da economia. A adoção do sistema de metas de inflação, desde a adoção do regime flutuante, têm sido muito importante para o crescimento e a estabilidade do México.

O México não conseguira abaixar sua taxa de juros mesmo com todas as reformas implantadas a partir de 1985. Com a crise Tequila os juros tiveram que ser elevados e chegaram a níveis elevadíssimos, visto que o governo não conseguia rolar sua dívida. Com a estabilização da economia os juros cederam, começaram a baixar, porém com a crise do Brasil houve um novo aumento para logo ser baixado aos níveis anteriores.

O regime de câmbio era o fixo até dezembro de 1994. Com a crise, o sistema caiu e foi implantado o regime flutuante. A taxa mudou de nível e sofreu grandes pressões novamente com a crise da Rússia e a crise brasileira, quando pulou para um novo nível.

O México, conforme o gráfico 2e , apresenta graves problemas de balanço de pagamentos. Sua conta corrente sempre apresenta déficits. Somente após a crise, no final de 1995, o país conseguiu melhorar este problema. O que se pode observar é que mesmo recentemente os déficits continuam e não se tem perspectiva de melhora.

A Balança Comercial apresenta os problemas já mencionados. Até a crise, o México convivia com uma moeda sobrevalorizada. Isto fazia com que sua competitividade no mercado internacional fosse muito pequena. Apenas com a virada do câmbio em 1995 a balança comercial apresentou resultados positivos. Porém, já em 1998 volta a ser deficitária.

As contas do governo não apresentam determinada tendência , nem foram determinantes para a crise. As dívidas externas anteriores que foram, em parte, solucionadas pelo plano Brady de 1989, eram, sim, muito perigosas para o México.

As reservas internacionais cresceram até as vésperas da crise. Estas caíram muito já no primeiro semestre de 1994 e continuaram a cair até o início da recuperação. A partir daí voltaram a crescer a níveis até maiores que os de antes.

III. 1. 3. ARGENTINA

A Argentina já foi considerada um país europeu no continente sul americano. Porém, se havia alguma dúvida quanto a isto, a década de 1980 veio por desfazer completamente esta idéia. Esta década é bem conhecida por todos os latino americanos, pois a maioria sofreu com a crise da dívida. Em 1989 a hiperinflação atingia a Argentina chegando à taxa anual de 3.000 %. Com a eleição de Carlos Menem, em 1989, um novo plano foi colocado em ação. Houve a abertura comercial e o início da privatização das obsoletas empresas estatais. Até mesmo a estatal de petróleo foi privatizada. A mudança mais diferenciada foi a reforma monetária. A Argentina adotou o currency board, instituindo constitucionalmente a paridade de 1 dólar para 1 peso. Desta forma se abdicou completamente da moeda nacional e cada peso em circulação estava ancorado em um dólar de reserva. As taxas de inflação caíram rapidamente e o país entrou num novo ciclo de crescimento. Porém, a Argentina sofreu muito com a crise tequila. Seu crescimento foi estancado. As seguidas crises também afetaram a Argentina, sobretudo a crise brasileira. Sendo o Brasil o maior mercado consumidor dos produtos argentinos, visto o aumento de comércio bilateral após a implantação do Mercosul e mesmo antes, a Argentina perdeu muita competitividade com a queda do Real. Isto fez o país entrar em um período muito conturbado, onde a decisão de abandonar ou não a paridade ao dólar está sendo questionada pelo mercado internacional. Neste exato momento há grandes indefinições neste país e só os próximos meses poderão dizer o que foi decidido.

Gráfico 3 a:

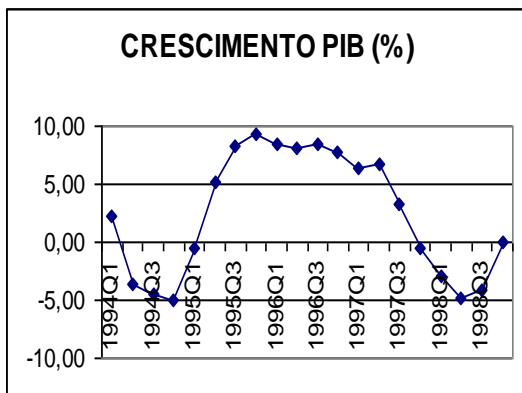


Gráfico 3 b:

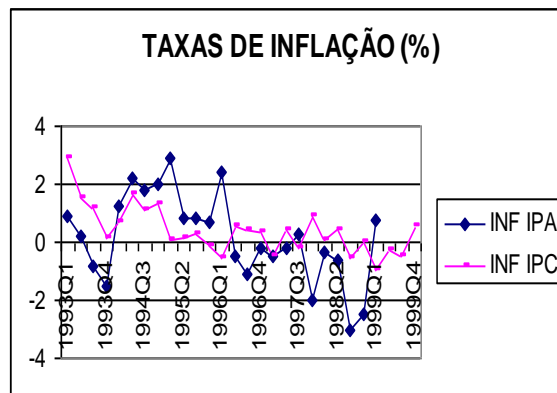


Gráfico 3 c:

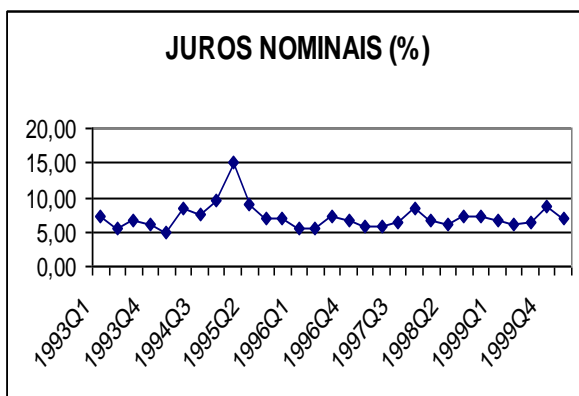


Gráfico 3 d:

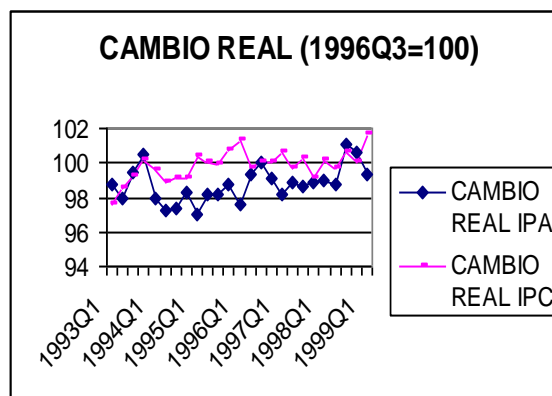


Gráfico 3 e:

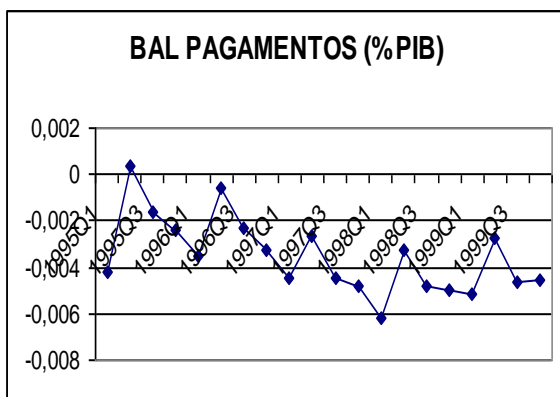


Gráfico 3 f:

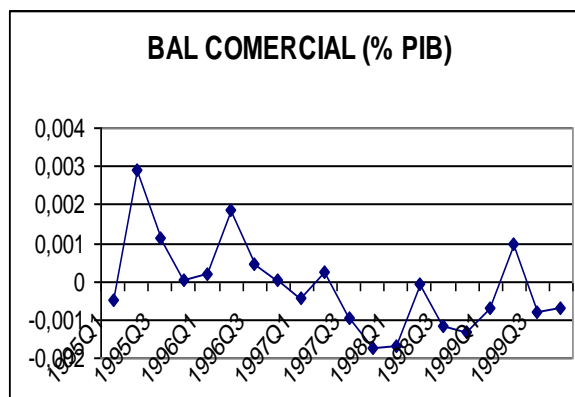


Gráfico 3 g:

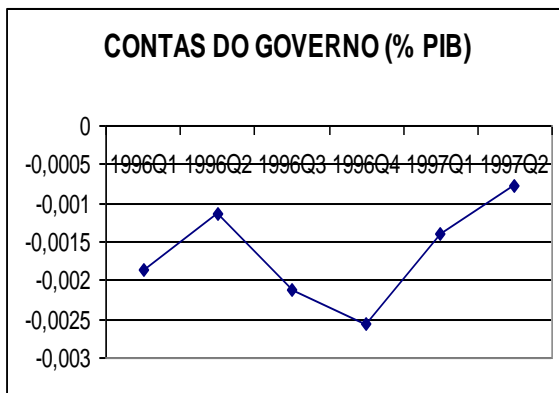
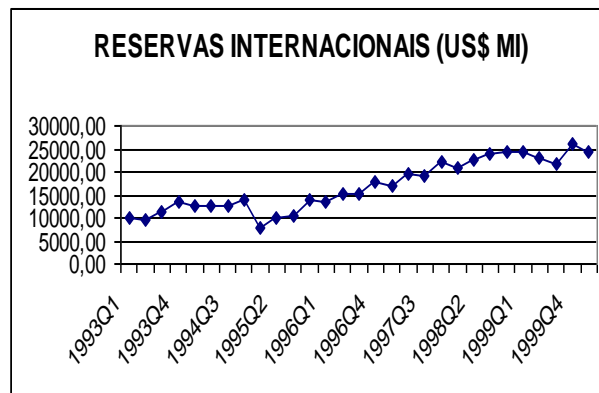


Gráfico 3 h:



De acordo com o gráfico de crescimento econômico 3a , a crise tequila afetou muito a economia Argentina. Com a recuperação dos mercados a Argentina voltou a crescer, e continuou apresentando crescimento, com menores taxas nos períodos das crises asiáticas. Este crescimento foi interrompido fortemente com a crise brasileira, pois a desvalorização do Real afetou muito negativamente a economia argentina.

A Argentina vem, desde o começo da década de 90, diminuindo sua taxa de inflação. A crise tequila fez o índice crescer para em 1996 cair aos níveis anteriores. É interessante observar como o índice medido pelo IPA sofre maior volatilidade que o IPC. Quando a tendência é de queda, o IPA está bem abaixo do IPC, e quando a tendência é de aumento, o IPA fica bem acima do IPC.

Os juros da Argentina são bem comportados para a região que esta encontra-se. Os juros foram elevados com a crise mexicana, subiram novamente na crise russa e brasileira.

O único período que realmente esteve muito alta foi durante a crise tequila, quando a Argentina também sofreu bastante.

A Argentina adotou o sistema de *currency board* em 1990. Portanto, a taxa nominal é sempre de 1 dólar para 1 peso para o período analisado. As diferenças de inflação é que irão afetar a verdadeira competitividade dos produtos argentinos no mercado internacional.

O Balanço de Pagamentos da Argentina, para o período apresentado, sempre apresenta déficits. Porém, o *currency board* deu ao país credibilidade e isto fazia com que o ingresso de recursos estrangeiros financiasse tais déficits.

A Balança Comercial foi superavitária até as crises asiáticas de 1997. A partir daí a balança apresentou déficits até a metade de 1999, voltando a apresentar rápidos superávites.

Apesar de haver poucos dados, o gráfico 3g mostra a situação dos gastos do governo. Este incorre em seguidos déficits. A mudança foi muito pequena desta época para os dias atuais e ainda hoje em dia a Argentina faz acordos com o FMI, onde um dos principais pontos é a melhoria das contas públicas.

As reservas em dólar são um dos agregados mais importantes para se classificar a saúde desta economia. Como a oferta monetária está diretamente ligada ao nível de reservas internacionais, quanto mais reservas menor pressão sofre o sistema. Pelo gráfico pode-se ver que o *currency board* trouxe credibilidade e trouxe também bastante capital estrangeiro.

III. 2. PAÍSES ASIÁTICOS

Não faz muito sentido, para os objetivos deste trabalho, falar dos países asiáticos separadamente, pois todos pertencem a uma mesma “escola”. O desenvolvimento destes países está baseado em princípios quase que únicos. A industrialização desta região iniciou-se nos anos 60 com os tigres originais: Hong Kong, Cingapura, Formosa e Coréia do Sul. Em seguida vieram as economias pobres mas populosas da região. Posteriormente veio a decolagem da imensa China. No presente estudo serão abordados os casos da Coréia, Tailândia, Indonésia e Malásia.

O milagre asiático é bastante discutido, pois diversas são as opiniões acerca da veracidade das políticas adotadas. Observadores apresentam interpretações muito diferentes sobre o papel das políticas governamentais, incluindo a política comercial, na promoção do crescimento econômico. Para alguns, o sucesso das economias asiáticas demonstrou a virtude do comércio relativamente livre e da política não intervencionista do governo; para outros, demonstrou a eficácia da intervenção sofisticada do governo. E há alguns economistas que acreditam que a política comercial e industrial pouca diferença fez. Outros pontos são importantes para se tentar entender a revolução ocorrida nestes países. Estes são a rápida melhoria nos níveis de educação e as altas taxas de poupança possibilitando vultuosos recursos para investimentos.

Todos os países não industrializados buscavam atingir os resultados econômicos dos Tigres Asiáticos, pois estes cresciam a taxas muito altas, recebiam capital externo e se desenvolviam melhorando assim a qualidade de vida da população. O problema é que este milagre não foi tão milagroso assim. É claro que grandes transformações foram realizadas, a população de alguns países vive melhor, porém nem todas as causas antes ditas como primordiais ao crescimento foram realmente realizadas.

No início de 1997 os problemas começaram a aparecer para as economias asiáticas. O problema do Japão estava evidente e sua moeda começou um processo de desvalorização. Isto prejudicava todas as economias asiáticas. Os ataques especulativos começavam a ganhar força, a credibilidade nos governos diminuía a cada momento e o colapso chegou. As bolhas foram se estourando uma a uma, os governos liberavam as moedas cada vez mais e a recessão em todos os países estava apenas começando. Os países mudaram os seus sistemas, fizeram acordos com o FMI, seguindo todas as exigências deste organismo e após um período de grandes dificuldades conseguiram reequilibrar suas economias e ingressar em um novo ciclo. Um caso importante a se destacar é o da Indonésia. Este país não seguiu as recomendações do FMI, implantou restrições ao capital estrangeiro e apesar de ter sido bastante criticado, conseguiu se recuperar de forma bastante rápida.

A seguir serão analisados os dados dos países asiáticos selecionados separadamente.

III. 2. 1. CORÉIA

Gráfico 4 a:

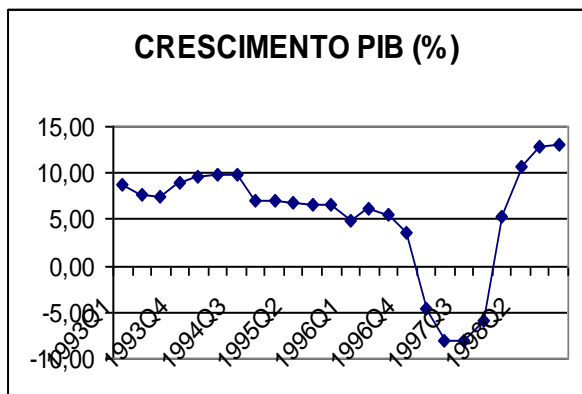


Gráfico 4 b:

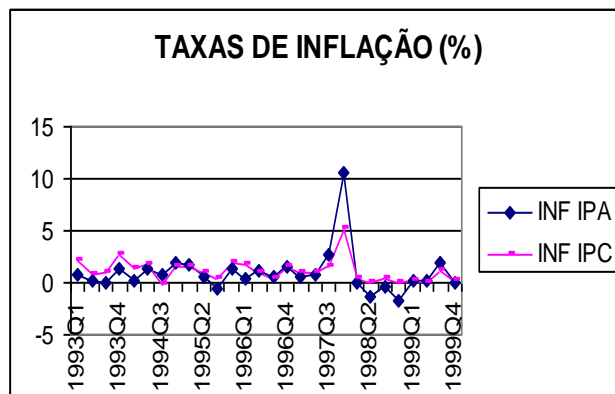


Gráfico 4 c:

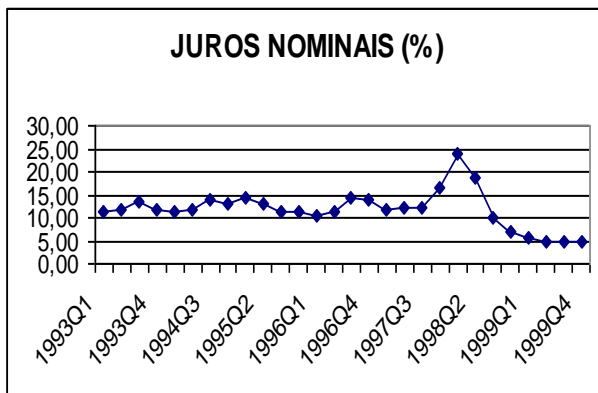


Gráfico 4 d:

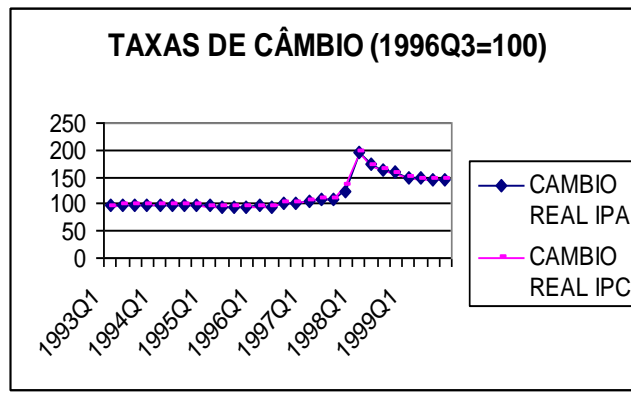


Gráfico 4 e:

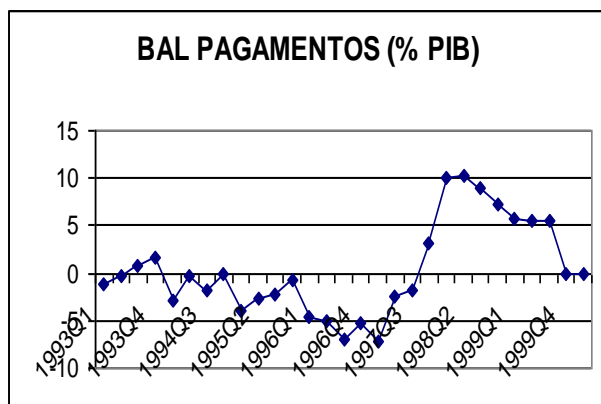


Gráfico 4 f:

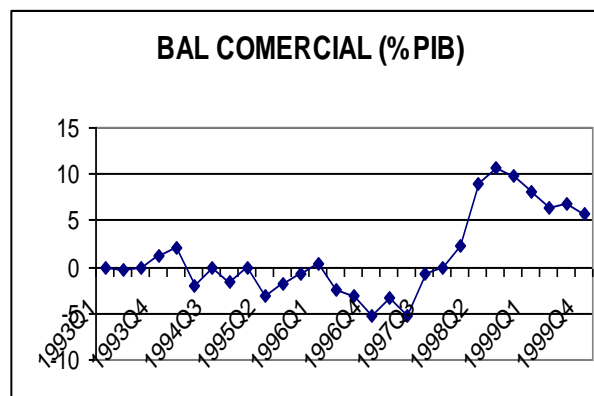


Gráfico 4 g:

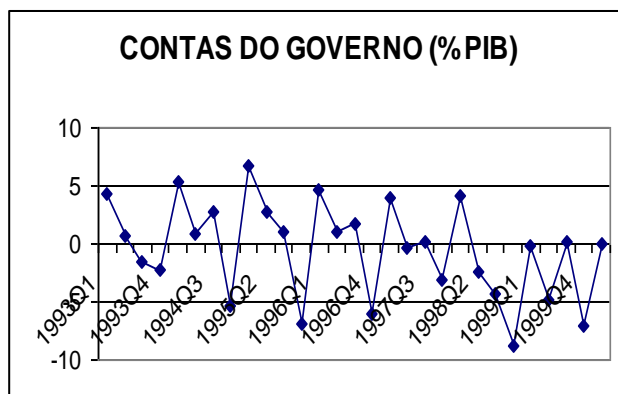
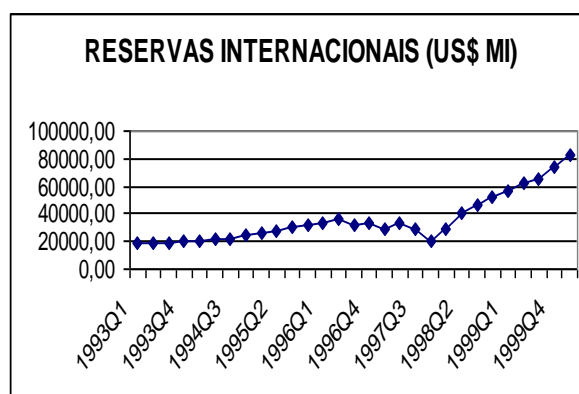


Gráfico 4 h:



Pode-se observar pelo gráfico 4a como a Coréia sofreu com a crise de 1997. Com histórico de grande crescimento durante décadas, em 1997 o país entra em recessão e só

consegue voltar a crescer no final de 1998. Pelo gráfico dá para se ter noção do quão difícil foi este período para os coreanos. É interessante notar também que após 1998, com a recuperação, as taxas de crescimento voltam a ser bastante altas.

As taxas de inflação da Coreia sempre estiveram em níveis relativamente baixos. No período da crise observa-se o aumento das taxas em função da desvalorização da moeda. Como o índice de pass through dos países asiático é menor que dos países latino americanos, a inflação aumentou relativamente menos nestes países. É interessante observar também que na crise o IPA ficou acima do IPC, sugerindo que os produtores não conseguiram repassar aos consumidores todo o aumento de custos que estes tiveram.

A taxa de juros oscila num limite de 5% até o começo da crise, quando o país tem que aumentar esta taxa para algo em torno de 25 % no auge da crise. Com o passar do tempo as taxas voltam a baixar e se encontram em níveis abaixo dos níveis anteriores a crise.

A taxa de câmbio até a crise de 1997 era fixa e visto a baixa inflação não apresenta grandes oscilações. Em 1997 ocorre a desvalorização do câmbio, com um *overshooting*, que logo após é consertado e o câmbio cai para um nível de equilíbrio.

Através do gráfico de Balanço de Pagamentos 4e , pode-se perceber que até a crise, a Coreia não apresentava superávites em seu balanço de pagamentos. Como, após a crise , ocorreram significativas mudanças na economia local, como a virada do câmbio, o balanço

de pagamentos começou a apresentar superávites que logo foram diminuindo até chegar a um certo equilíbrio.

A balança comercial, antes da crise, apresentava déficits. Isto pode ser explicado pela necessidade deste países em importar matérias primas. Com a virada no câmbio, as exportações ganharam força e demonstraram grande reação.

As contas do governo não apresentam uma tendência definida. Estas contas nunca foram um grande problema para esta economia e portanto não tiveram relação com a crise.

As reservas internacionais mantiveram-se constantes durante o período analisado, caíram no período da crise, mas com a recuperação começaram a crescer e estão em níveis bastante elevados.

III. 2. 2. TAILÂNDIA

Gráfico 5 a:

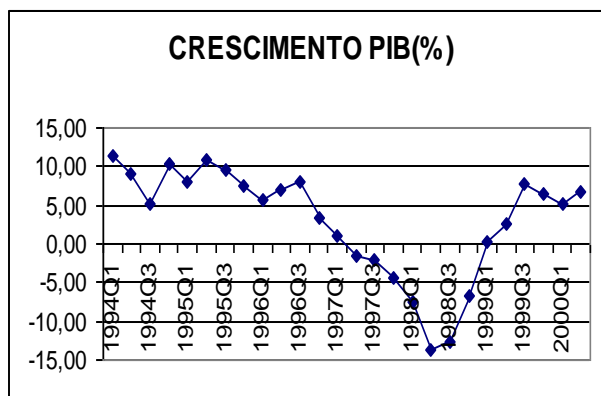


Gráfico 5 b:

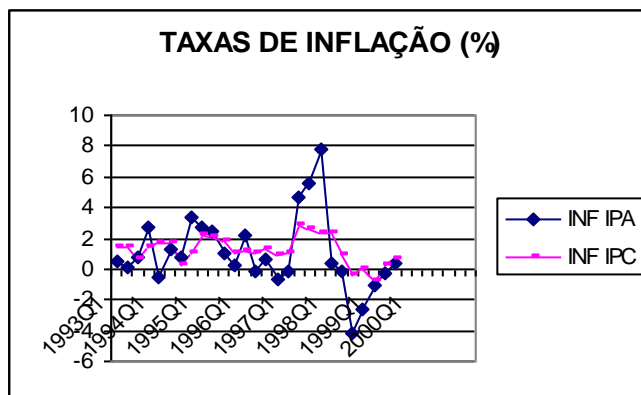


Gráfico 5 c:

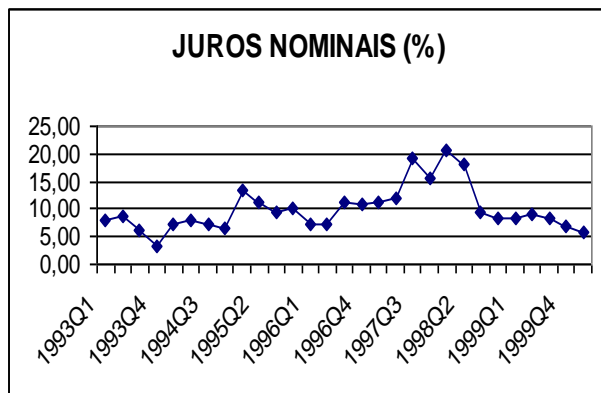


Gráfico 5 d:

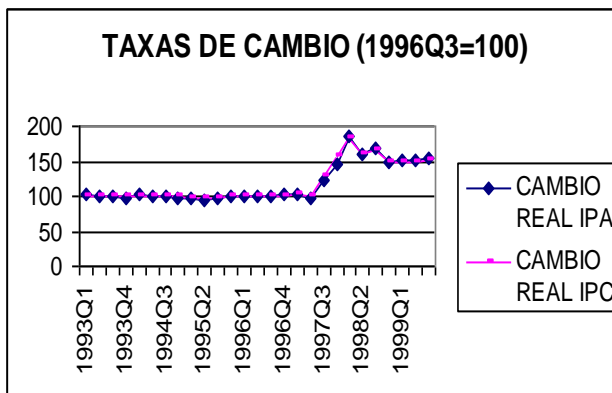


Gráfico 5 e:

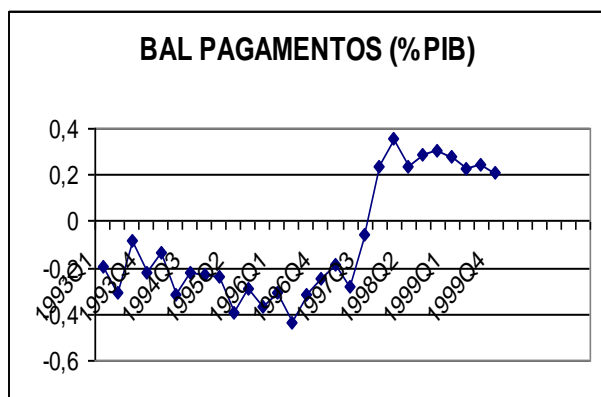


Gráfico 5 f:

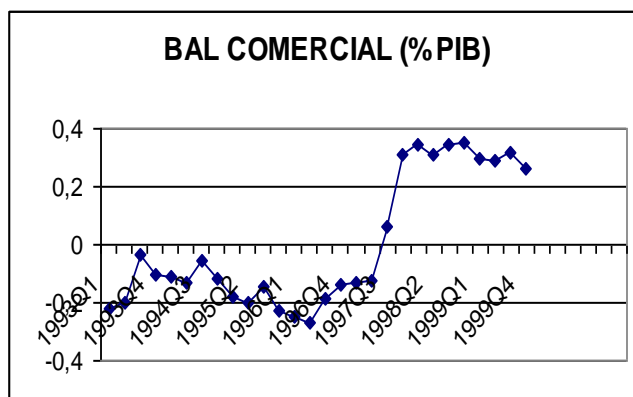


Gráfico 5 g:

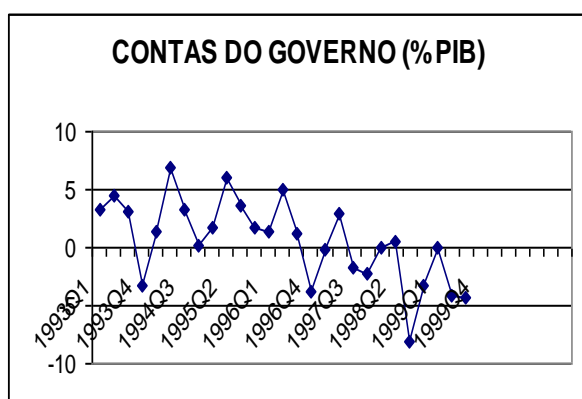
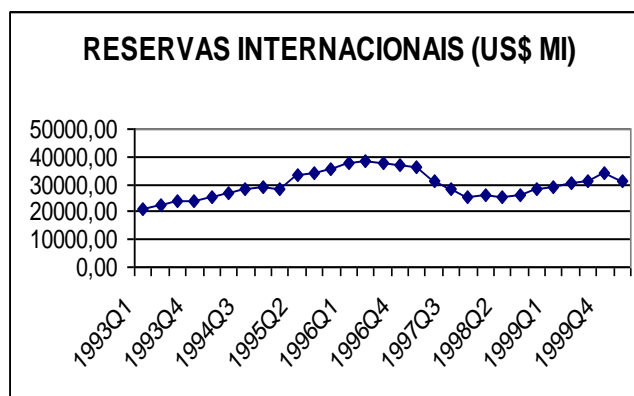


Gráfico 5 h:



Como pode ser visto pelo gráfico 5a, a Tailândia apresentava taxas de crescimento bastante altas. O ritmo de crescimento foi diminuindo já no final de 1996. A crise dos países asiáticos, incluindo a do próprio país, o colocou em uma recessão profunda, com taxas muito grandes de retrocesso de produto. Em 1991 a situação começou a ser invertida e o crescimento voltou a acontecer.

A inflação na Tailândia possui grande volatilidade. Mesmo nos períodos de grande crescimento, havia inflação relativamente alta em certos momentos. Com a crise asiática a inflação cresceu bastante, porém em 1998 já havia caído novamente.

Os juros da Tailândia apresentam uma grande volatilidade em todo o período. No momento da crise de 1997 chegaram a dobrar, porém, com a recuperação do final de 1998 e início de 1999, voltam aos níveis anteriores a crise.

A taxa de câmbio apresenta constância durante o período em que o regime era o fixo e, com a crise asiática, subiu para um novo patamar. É interessante observar que houve um *overshooting* na moeda bem significativa.

O Balanço de Pagamentos apresenta constantes déficits até o pós crise. Com a virada no câmbio e as conseqüências para esta economia que isto acarretou, o balanço de pagamentos ficou bastante superavitário e continua nesta linha.

A Balança Comercial apresentava constantes déficits até a crise. Pelo gráfico, a desvalorização cambial ajudou o país a reverter estes resultados provocando superávites imediatos. O tamanho destes superávites foi bastante alto.

Apesar de apresentar um histórico predominante de superávites nas contas do governo, a partir da crise de 1997 o déficit é que tem ocorrido com a maior frequência. Isto pode ser o resultado da grande participação governamental na recuperação desta economia.

As Reservas Internacionais deste país chegaram a cair quase US\$13 bilhões com a crise. Em 1999 estas começaram a aumentar novamente e continuam num bom nível, bem parecido ao anterior a crise.

III. 2. 3. INDONÉSIA

Gráfico 6 a:

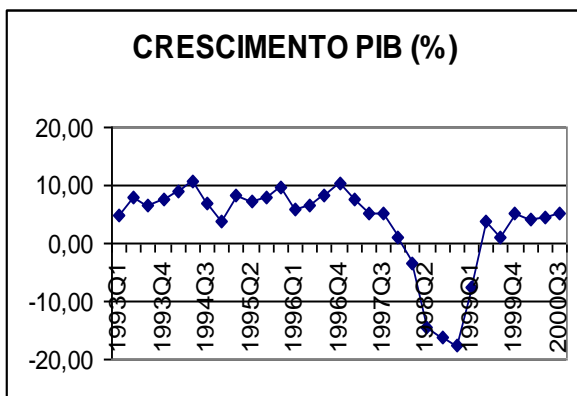


Gráfico 6 b:

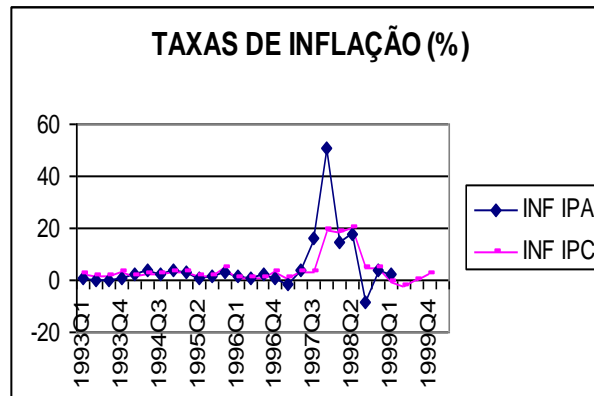


Gráfico 6 c:

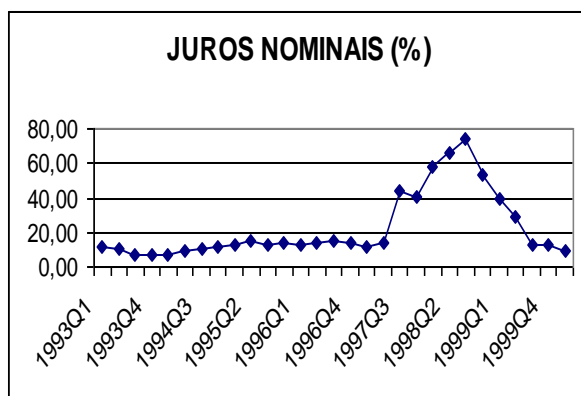


Gráfico 6 d:

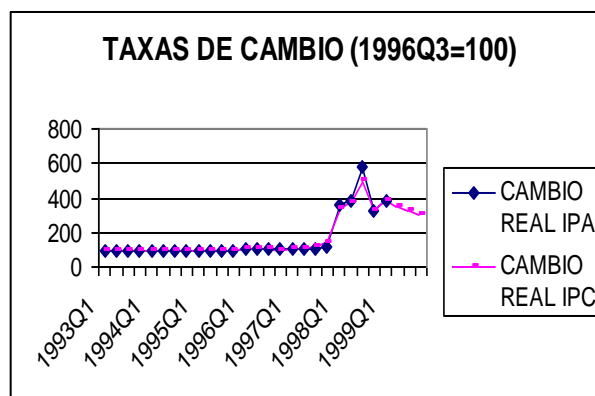


Gráfico 6 e:

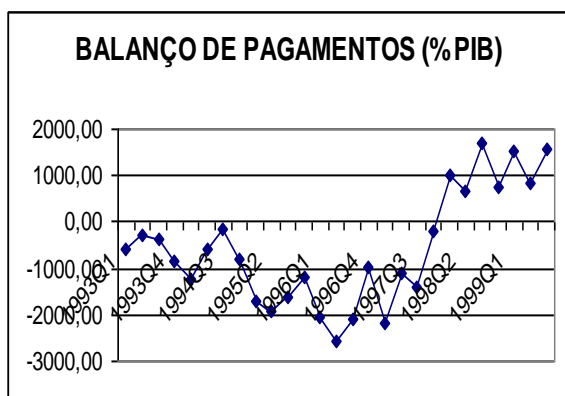


Gráfico 6 f:

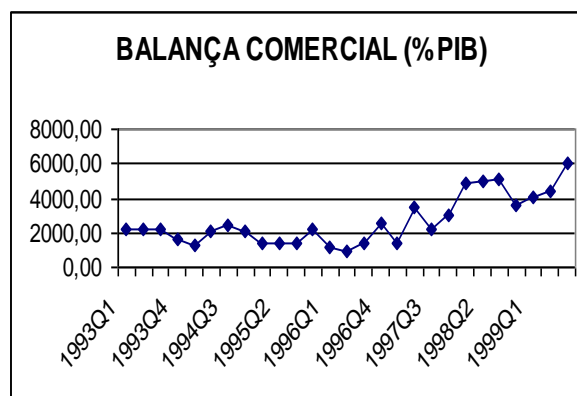


Gráfico 6 g:



As taxas trimestrais de crescimento da Indonésia eram bastante altas, apresentando índices de 10% em alguns períodos. Na época da crise a recessão também foi muito profunda. O país só voltou a crescer em 1991

As taxas de inflação estavam dentro de um intervalo bastante razoável, ou seja, não havia grandes problemas quanto a este agregado. Como é natural, com a mudança no câmbio e o uma súbita elevação deste, a inflação reage. A inflação trimestral chegou 50% no final de 1997, porém logo voltou a níveis normais após a crise.

A taxa de juros, considerando-se que este é um país emergente, era baixa até a crise. Com a crise, os juros saltam para níveis bem superiores continuando altos até o início de 1999. A partir de então começou uma nova queda até chegar a níveis parecidos ao de antes da crise.

O gráfico das taxas de câmbio apresentam perfeitamente o que ocorreu. Até a crise, havia um regime de câmbio fixo. No momento da crise aconteceu o *overshooting* da moeda, ou seja, a moeda foi cotada a níveis muito alto, para posteriormente se equilibrar num novo patamar.

O estoque de reservas do país possui uma trajetória ascendente. A penas durante a crise houve queda e mesmo assim tal queda não foi muito grande. Isto é consequência do

controle de capitais que o governo deste país adotou. Mesmo com este controle, após passado a crise e os seus piores efeitos, as reservas vêm aumentando constantemente.

III. 2. 4. MALÁSIA

Gráfico 7 a:

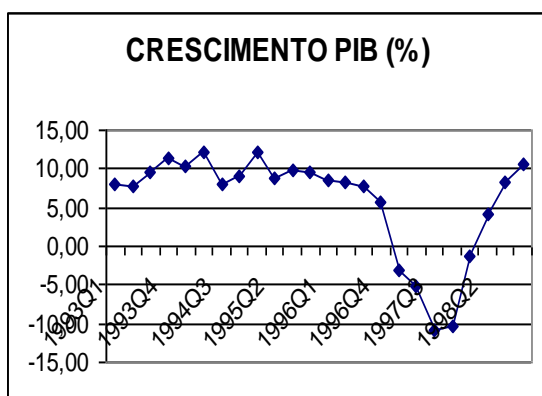


Gráfico 7 b:

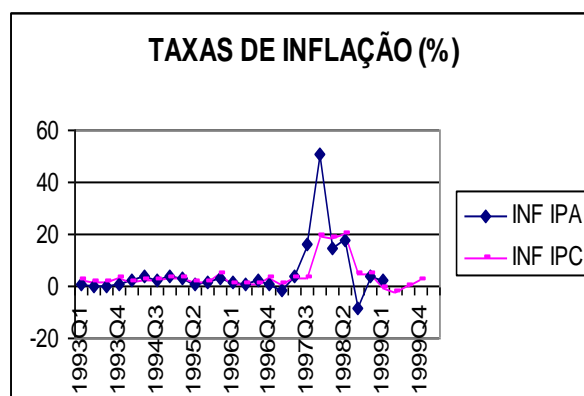


Gráfico 7 c:

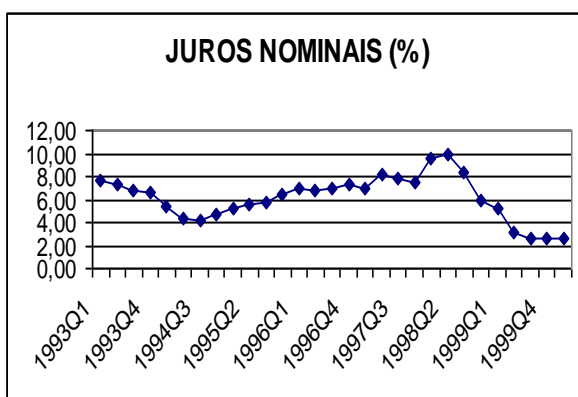


Gráfico 7 d:

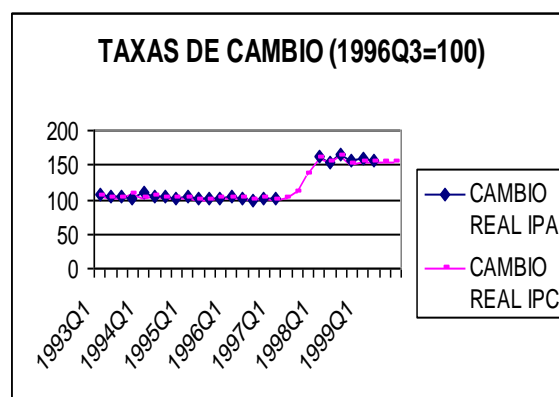


Gráfico 7 e:

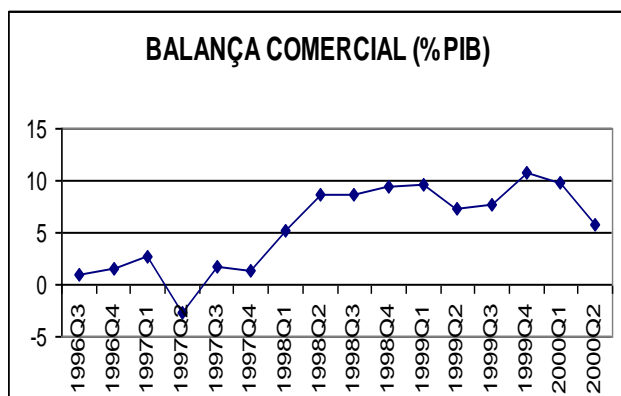


Gráfico 7 f:

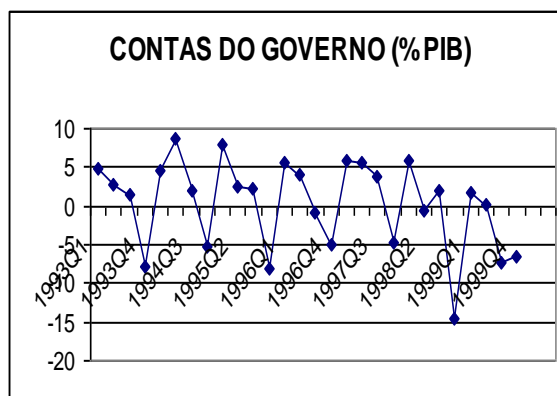
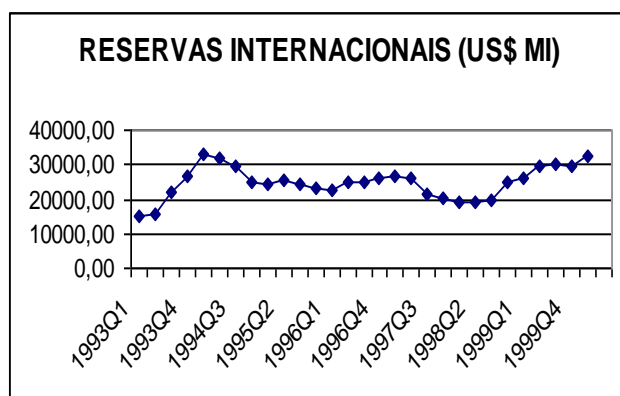


Gráfico 7 g:



A Malásia faz parte dos países asiáticos que experimentaram taxas de crescimento espetaculares. Porém também foi atingida pela crise de 1997. Como pode ser observado, as

taxas de crescimento ficaram, durante um período, negativas. A partir do segundo semestre de 1998 esta economia voltou a crescer e voltou a taxas novamente bastante altas.

Através do gráfico 7b observa-se que as taxas de inflação são bastante voláteis, o IPA principalmente. No início de 1994 observa-se uma evolução do IPC e, com a crise de 1997 uma nova subida, porém muito pequena.

As taxas de juros estavam em níveis bem baixos. Com a crise houve um pulo, porém também não muito grande. Com a recuperação, os juros começaram a cair e se equilibraram em um novo nível abaixo do anterior ao da crise.

A taxa de câmbio apresenta um comportamento bastante normal. Até a crise um regime de taxas fixas e com a crise há uma mudança grande de nível, com um pequeno *overshooting*, até que se encontra um novo equilíbrio para a moeda do país.

A balança comercial não apresentava grandes superávites. Era praticamente equilibrada. Com a mudança no câmbio, as exportações ficaram mais competitivas e os saldos positivos apareceram, ou seja, houve uma melhoria após a crise.

As contas do governo da Malásia são completamente cíclicas. Ficam positivas e negativas sem nenhuma tendência específica. Este não foi um indicador importante para o estouro da crise.

As reservas internacionais mantinham um bom nível até a crise. No momento da crise estas reservas diminuíram, porém esta perda foi muito pequena. Com a recuperação econômica, as reservas voltaram a subir e estão neste tendência.

III. 3. RÚSSIA

O estudo de caso da Rússia é bastante interessante, porém bastante complicado ao mesmo tempo. Interessante porque, durante este século foi um dos únicos e o maior, país a tentar se desenvolver sobre um sistema diferente dos demais. Sem querer defender esta ideologia, é importante que as mais diversas opiniões, seguindo princípios básicos, tenham seu espaço. O regime comunista entrou em colapso no fim da década de 80 e a Rússia encontrava-se completamente perdida. O país não possuía as instituições básicas para que o capitalismo fosse instaurado. Porém, com a ajuda dos organismos internacionais, reformas foram feitas e o capitalismo começou a surgir naquele país. O problema é que o sistema político é dominado por poucos, existe uma máfia que controla várias operações do país e com isso reformas sérias são difíceis de serem implantadas. Para se ter idéia, fazer a população pagar certos impostos é muito difícil. São estas reformas que o FMI está tentando realizar no país para que possa abrir espaço ao desenvolvimento sustentado desta economia.

O estudo de caso deste país é difícil na medida em que os dados, além de serem escassos, são pouco confiáveis. Acredita-se que os dados aqui presentes sejam os mais verossímeis e com isso possa-se realizar as devidas análises.

As crises que ocorreram na década de 90, a crise Mexicana e as crises asiáticas, foram crises de credibilidade, de especulação e também por erros de conduta macroeconômica. Como a Rússia disputava com todos os outros países investimento e capital, este país sofreu com as seguidas crises. Até que em 1998 foi a vez do mercado pressionar e testar este país. Neste período a Rússia sofreu um duro choque, entrou numa recessão muito pesada e teve que procurar novas formas para possibilitar um desenvolvimento econômico viável.

Gráfico 8 a:

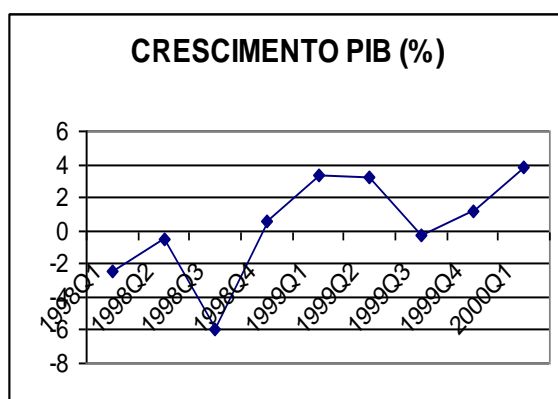


Gráfico 8 b:

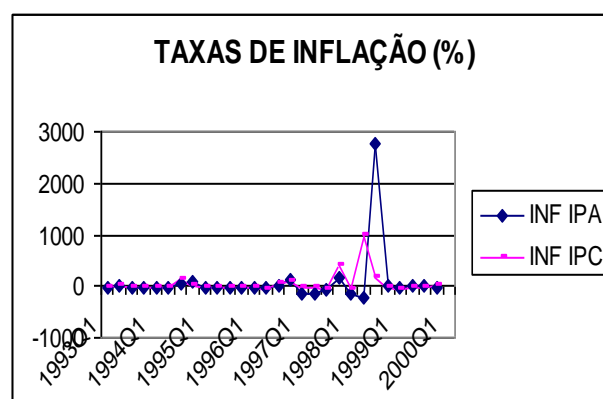


Gráfico 8 c:

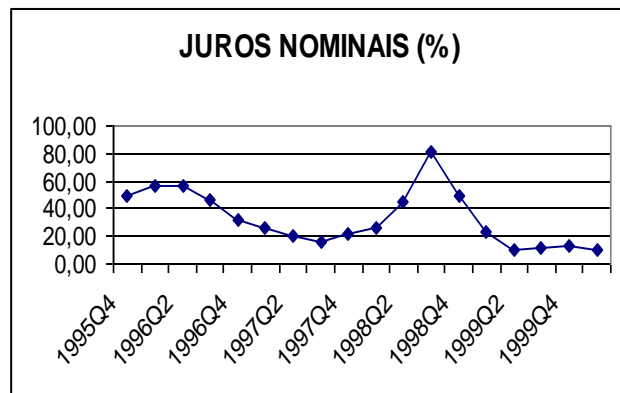


Gráfico 8 d:

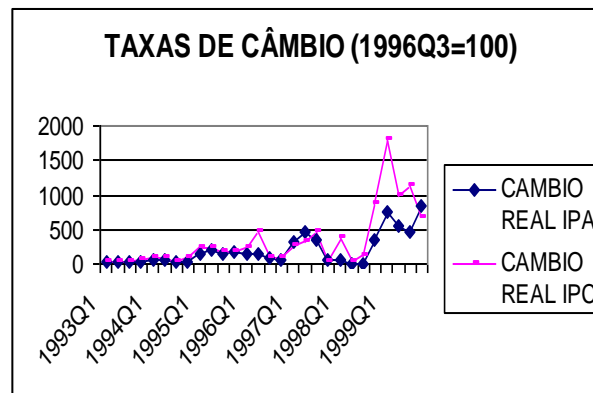


Gráfico 8 e:

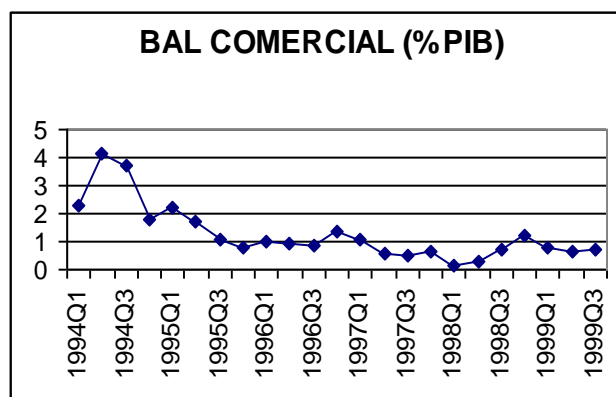


Gráfico 8 f:

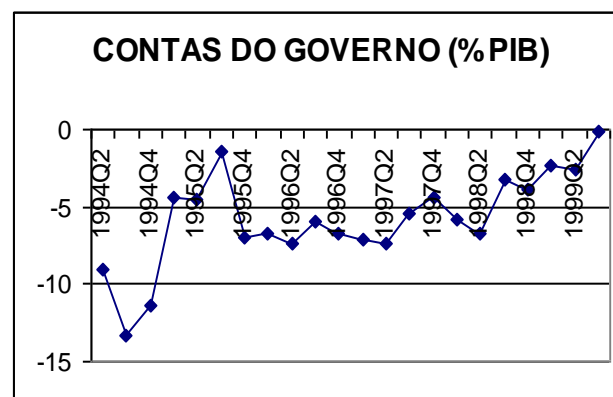
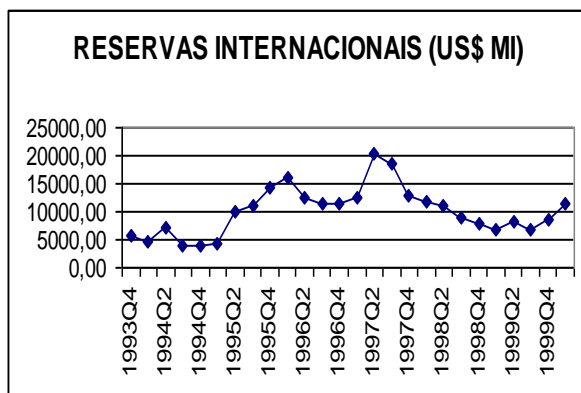


Gráfico 8 g:



A Rússia foi atingida pela crise asiática , fazendo com que seu crescimento econômico fosse freado. Quando esta crise estava sendo superada, veio o ataque a moeda russa. Este ataque provocou um duro choque nesta economia e fez com ela entrasse em mais período de grande recessão. Após isto, a Rússia apresenta um novo ciclo de crescimento e parece que isto continuará sendo verdade.

A Rússia não conseguiu abaixar suas taxas de inflação. A escala do gráfico não deixa muito claro isto, mas em todos dos períodos a taxa é de pelo menos dois dígitos. Este ainda é um grande problema a ser resolvido pelas autoridades russas. Pode-se observar taxas maiores na crise do México, nas crises asiáticas, na própria crise russa e na crise brasileira.

Pode-se ver como as taxas de juros foram importantes, para a Rússia, como ferramenta de controle do seu regime cambial. A partir da crise asiática a forte pressão sobre a economia russa fez com que os juros tomassem uma tendência ascendente, somente retornando a níveis mais baixos na metade do ano de 1999. No momento a Rússia está conseguindo trazer sua taxa de juros a níveis mais civilizados, apesar de ainda serem altos se comparados aos juros de países de primeiro mundo.

As taxas de câmbio da Rússia também acompanham o movimento das crises. Em 1997 há um distúrbio no câmbio que logo no começo de 1998 é desfeito, porém a crise da própria Rússia, em 1998, faz a taxa de câmbio mudar de patamar e entrar em um novo nível. A partir daí a tendência do câmbio é manter-se neste patamar com as oscilações que o regime permite.

A balança comercial russa sempre apresentou superávit. Isto deve-se a um produto específico muito importante, o petróleo. Sendo a Rússia produtora de muitas matérias primas, suas exportações sempre são grandes. Apesar da mudança no câmbio, a balança comercial não reagiu muito a isto.

Como já foi dito, a Rússia enfrentou graves problemas para a plena implantação do capitalismo no país, pois as estruturas estavam acostumadas com um outro tipo de sistema completamente diferente. Com o pequeno poder de arrecadação do governo russo, suas contas são sempre deficitárias. É importante observar que está apresentando uma tendência de significativa melhora, visto os últimos dados que aparecem no gráfico.

As reservas internacionais nunca foram muito altas. Na época da crise russa houve uma considerável perda de reservas e no momento posterior houve uma estabilização desta.

IV. COMPARAÇÃO DOS AGREGADOS

Nesta seção será feita uma comparação dos agregados dos países estudados. O interesse é ver os casos extremos, tanto os que surpreenderam pela rápida retomada, quanto os que tiveram muita dificuldade para se recuperar dos choques.

IV. 1. PIB

Apesar dos grandes efeitos que as diversas crises provocaram no países latino americanos, o crescimento do PIB, que já não acontecia a grandes taxas, não teve um decréscimo muito grande. O Brasil, neste ponto, obteve bastante sucesso, pois mesmo

com uma desvalorização cambial muito forte, não passou por uma recessão naquele ano. Somente o México, na época de sua crise, passou por uma recessão bastante forte.

Já os países asiáticos, no período correspondente as crises destes países, tiveram quedas profundas em suas taxas de crescimento. Isto se deve principalmente as altas taxas anteriores, pois como a comparação é feita com o mesmo trimestre do ano anterior, a diferença se torna muito elevada.

A Rússia passou por uma recessão forte, porém, como suas taxas de crescimento nunca foram altas, estas taxas também não o são. É importante ressaltar que um retrocesso de 6% não é pouco, porém os países asiáticos apresentaram taxas bem maiores.

IV. 2. INFLAÇÃO

A inflação sempre foi um dos maiores problemas para os países latino americanos. A década de 80 foi marcada pelas hiperinflações nestes países e pelos sucessivos diversos planos econômicos com a finalidade de acabar com isso. O importante é que os últimos planos deram certo. A década de 90 foi bastante animadora, pois mesmo com as crises os países conseguiram abaixar as taxas de inflação. O Brasil e o México viram suas taxas aumentarem durante as respectivas crises de câmbio. Isto deve-se muito à memória inflacionária destas economias e com o conseqüente nível de *pass through*. Porém, com a recuperação das crises, as inflações, mesmo que um pouco acima do ótimo, voltaram a

níveis considerados normais. Um artifício muito importante para que isto ocorresse foi a implantação do regime de metas inflacionárias. Este regime obriga os Bancos Centrais a corrigirem os rumos da economia de acordo com as expectativas da inflação. As metas previamente definidas para a inflação tem de ser cumpridas, caso isto não ocorra a credibilidade do governo estará em jogo.

Os países asiáticos não possuem esta grande preocupação com a inflação, visto seu histórico de alto crescimento com baixa inflação. Somente no período de crise, com a mudança cambial, os índices dispararam. Porém, logo tais índices voltaram ao normal.

A Rússia ainda está em volta com grandes problemas estruturais em sua economia e a inflação ainda surpreende em alguns momentos. Mesmo antes da crise deste país as taxas eram altas. Com a crise houve um descontrole e depois caiu, porém os níveis ainda são bastante altos .

IV. 3. JUROS

A taxa de juros é muito influenciada pela situação no câmbio. Quando o país está passando por turbulências, normalmente ou o câmbio ou os juros oscilam fortemente.

Brasil e México possuem históricos de altas taxas de juros, porque sempre foram países muito vulneráveis às pressões externas. A Argentina, apesar de em alguns momentos

Ter elevado suas taxas, no geral possui juros bem menores que a dos outros países latino americanos, ou seja, o mercado pede menos prêmio a este país.

Os países asiáticos também possuem taxas de juros baixas. Apenas alguns países precisam manter as taxas um pouco elevadas para atrair capital. O movimento durante a crise é sempre o mesmo: alta de juros no momento em que a situação piora e de acordo com a recuperação, as taxas vão cedendo.

IV. 4. CÂMBIO

O câmbio, em sua maioria, sofreu os mesmo efeitos nos diversos países. Na época, o regime adotado pelos países emergentes era o de taxas fixas. Com isso os governos tinham que ofertar tanta moeda quanto os mercados estavam querendo para manter a paridade desejada. Todas as crises possuíram as mesmas causas: pressão dos investidores. Foi assim que todas as moedas foram derrubadas. A partir daí entrou em um novo regime, o de taxas flutuantes.

A única exceção neste cenário é a Argentina. Este país, desde o início da década de 90, adotou o *currency board* como sistema de câmbio, atrelando sua moeda ao dólar. Este sistema reagiu bem até o momento, porém o país passa por um período bastante conturbado. Há recessão, desemprego, pressão popular e pressão financeira internacional.

Pelos gráficos ficou muito claro entender as crises. Todos os países tinham um câmbio fixo. As crises fizeram com que houvesse um pulo e as taxas de câmbio encontrassem um novo equilíbrio. Até este novo equilíbrio há, na maioria dos casos, um *overshooting*, ou seja, uma desvalorização exagerada da moeda local. O encontro do novo equilíbrio pode demorar ou não, dependendo das ações de cada país e das condições financeiras internacionais.

Apenas a Argentina não mudou a paridade de sua moeda, até por que isto depende do congresso mudar a lei de câmbio na constituição.

IV. 5. BALANÇA COMERCIAL

O importante na análise da balança comercial destes países é ver se as mudanças cambiais trouxeram um aumento na competitividade de suas exportações.

O Brasil foi um total fracasso. Suas exportações reagiram muito pouco. Alguns creditam isso à queda dos preços das commodities no mercado internacional. O certo é que a balança continua deficitária e ainda é esperado a virada das exportações. O México apresenta dados interessantes., pois logo após a crise, há uma significativa melhora da balança comercial, porém com o passar dos tempos esta melhora foi caindo até chegar a novos déficits.

Os países asiáticos viveram uma excelente mudança. Todos eles saltaram de déficits comerciais para saldos positivos. A virada do câmbio surtiu efeito imediato para estes países.

IV. 6. CONTAS DO GOVERNO

As contas dos governos latino americanos são conhecidas pelos constantes déficits. Com o passar do tempo e a melhora nas instituições dos países, as contas vêm apresentando mudanças. O Brasil saltou de déficits enormes para saldos positivos após os diversos acordos com o FMI. O México, após uma melhora logo após a crise está apresentando uma piora significativa. A Argentina, não consegue melhorar suas contas. Seus gastos continuam altos.

Os países asiáticos em geral apresentam tanto déficits quanto superávites ao longo do tempo. O interessante é que nos últimos anos a situação tem piorado. As contas tem ficado negativas com mais frequência.

A Rússia, pelos motivos já apresentados no decorrer do trabalho, não consegue ajustar suas contas. Incorre em déficits muito grandes. O importante a ser notado é que há uma tendência de melhora. Os últimos dados apresentam déficits cada vez menores e daqui a algum tempo podem se transformar em saldos positivos.

IV. 7. RESERVAS INTERNACIONAIS

As reservas internacionais indicam muita coisa quando se opera num regime de câmbio fixo. Quando o regime é o flutuante, o estoque de reservas não é tão importante como indicador da situação macroeconômica do país. A captação de recursos na forma de investimento direto é importante para qualquer país em qualquer momento.

De acordo com os gráficos, a tendência para todos os países, ao longo do tempo, é de aumento do estoque de reservas. Durante os períodos de crise as reservas caem. Isto é absolutamente normal visto que as crises são iniciadas a partir da queda do estoque de reservas. Este é um dos primeiros sinais, num regime de câmbio fixo, de que algo de errado está acontecendo. Com a recuperação das economias, os investimentos voltam e assim as reservas voltam aos níveis anteriores ou até os superam.

V. CONCLUSÃO

Os especialistas em regimes cambiais ainda defendem diferentes hipóteses. Ou seja, mesmo depois de várias crises e mesmo depois de mudanças profundas nas diversas economias emergentes que passaram por crises, não existe consenso em qual é o melhor regime para estes países.

Os dados apresentados neste trabalho serviram para mostrar como a adoção do regime flutuante ajudou aos países na recuperação das seguidas crises. O argumento de que um *mix* de políticas econômicas ajuda a absorver choques externos nominais em regimes flutuantes foi verdade para a maioria dos países estudados.

Duas observações são interessantes e devem ser feitas. Em primeiro lugar, como o mercado financeiro internacional separa os países da América Latina dos países Asiáticos de alto crescimento. Isto se verifica na observação de que quando ocorreram as crises nos

países Latino Americanos, os países asiáticos pouco, ou nada, foram atingidos fortemente. Já, quando a crise aconteceu nos países asiáticos, todos os países emergentes sofreram. A segunda observação é em relação à Argentina. Este país, que adotou o *currency board* no início dos anos 90, passou pelas crises e conseguiu se manter. Apenas após a crise Brasileira de 1999 a Argentina começou a ser muito pressionada e atualmente passa por um momento de grandes incertezas. Não é possível concluir ainda se o sistema adotado por este país foi um sucesso.

Concluimos que o regime de câmbio flexível pode ser muito bom para os países emergentes, que são abertos financeiramente, contanto que seus financiamentos externos não sejam feitos por capital extremamente volátil. Isto passa por uma transformação na qualidade do capital atraído para o país.

VI. BIBLIOGRAFIA

- Calvo, Guillermo, e Carmen Reinhart (2000 a). “Fear of Floating”. Mimeo. University of Maryland.
- Calvo, Guillermo, e Carmen Reinhart (2000 b). “Fixing for your Life”. Mimeo. University of Maryland.
- Carstens, Agustín, e Alejandro Werner (1999). “México’s Monetary Policy Framwork under a Floating Exchange Rate Regime”. Working Paper No 9905, Banco do México
- Frankel, Jeffrey, Sergio Schmukler, e Luis Servén (2000). “Global Transmission os Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime”. Mimeo The World Bank
- Hausmann, Ricardo, Ugo Panizza, e Ernesto Stein (2000). “Why do Countries Float the way They Float?”. Working Paper No. 418 Inter American Development Bank
- Carneiro, Dionísio Dias (2000). “Inflation Targeting in Brazil: What Difference Does a Year Make?”
 Texto Para Discussão No. 429
 Departamento de Economia PUC-RIO
- Goldfajn, Ilan e Gino Olivares (2000). “Can Flexible Rates Still “Work” in Financially Open Economies?”. Projeto de Pesquisa para o G-24

- Goldfajn, Ilan e Sergio R. C. Werlang (2000). “The Pass Through From Depreciation To Inflation: A Panel Study”. Texto Para Discussão No. 423 Departamento de Economia PUC-RIO
- Borensztein, Eduardo e Jeromin Zettelmeyer (2000). “Monetary Independence In Emerging Markets: Does The Exchange Rate Regime Make a Diference?”. Paper Apresentado ao Banco Mundial
- Velasco, Andrés (2000). “Exchange-rate Policies for Developing Counties: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?”. G-24 Discussion Paper Series.
- Coesetti, Giancarlo, Paolo Pesenti e Nouriel Roubini (1998). “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?”.
- Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, e Andy Berg (2000). “Exchange Rate Regimes in na Increasingly Integrated World Economy”. Paper No. 193, Fundo Monetário Internacional.