

Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático ¹

Dante Mendes Aldrighi ²
André Daud Cardoso ³

Resumo

Este artigo investiga as fontes de vulnerabilidade e o grau de severidade das crises cambiais e financeiras na América Latina e no Leste Asiático. Evidências obtidas a partir de um conjunto de indicadores calculados por país e por região para cada ano entre 1990 e 2004 sugerem que as economias do Leste Asiático eram potencialmente mais vulneráveis em aspectos relacionados ao setor bancário, enquanto as fragilidades das economias latino-americanas concentravam-se nos desequilíbrios fiscais e nas transações correntes do balanço de pagamentos. Por sua vez, estimativas do grau de severidade das crises mostram que, embora atenuadas na crise asiática de 1997-1998, as diferenças regionais persistiam.

Palavras-chave: Crises cambiais; Crises financeiras; Fluxos internacionais de capital; Regimes cambiais; América Latina; Leste Asiático.

Abstract

Financial and currency crises: comparing Latin America and East Asia

This article focuses on the sources of vulnerability to currency and financial crises as well as on their degree of severity in Latin American and East Asian economies. Evidence based on a number of indicators reckoned for each country and for each region for every year over the period 1990-2004 suggests that the East Asian economies were potentially more vulnerable to troubles in the banking sector, while Latin American economies' weaknesses seem to be concentrated on fiscal and current account imbalances. Furthermore, the severity crisis indicators point out that there still remained regional contrasts, lessened only during the 1997-1998 Asian crises.

Key words: Currency crises; Financial crises; International capital flows; Exchange rate regimes; Latin America; East Asia.

JEL F34.

Introdução

Entre 1994 e 2002 ocorreram diversas crises cambiais nas chamadas “economias emergentes”: México em 1994-1995, Leste Asiático em 1997-1998, Rússia em 1998, Brasil em 1999, e Argentina em 2001-2002. Quais as

(1) Trabalho recebido em setembro de 2006 e aprovado em janeiro de 2008. Os autores agradecem aos dois pareceristas anônimos pelas valiosas sugestões, isentando-os, porém, de eventuais equívocos remanescentes.

(2) Professor do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, SP, Brasil. Apoio financeiro do CNPq. E-mail: <aldrighi@usp.br>.

(3) Economista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Rio de Janeiro, RJ, Brasil. E-mail: <adaud@bndes.gov.br>.

características dessas economias que as tornaram tão vulneráveis? Por que essas economias enfrentam dificuldades para obter financiamento no exterior em sua própria moeda? Por que as economias latino-americanas parecem ser mais vulneráveis a crises no balanço de pagamentos se comparadas às economias asiáticas?

O objetivo deste trabalho reside em comparar as fontes de vulnerabilidade bem como a intensidade das crises cambiais e financeiras na América Latina e no Leste Asiático com base em um conjunto de indicadores relativos às contas externas, às condições fiscais, à política monetária, e ao setor financeiro, e em índices de severidade dos episódios de crises entre 1994 e 2002. Foram obtidos os seguintes resultados: (i) a vulnerabilidade das economias latino-americanas a essas crises deveu-se, sobretudo, a desequilíbrios monetários, fiscais e nas contas correntes do balanço de pagamentos – em consonância com os modelos clássicos de crises no balanço de pagamento; (ii) as fragilidades potenciais dos países do Leste Asiático localizavam-se no setor bancário; (iii) as diferenças regionais, ainda que atenuadas durante a crise de 1997 e 1998, têm persistido.

A exposição organiza-se em quatro seções, além desta introdução. Na Seção 1 são discutidas as causas das crises cambiais e financeiras nos países em desenvolvimento, os efeitos patrimoniais das desvalorizações das taxas de câmbio e de aumentos nas taxas de juros, e os benefícios e os riscos da liberalização das contas de capital. A Seção 2 trata da escolha do regime cambial. Na Seção 3 são apresentados alguns indicadores de vulnerabilidade a crises cambiais e o grau de severidade dessas crises em alguns países selecionados da América Latina e do Leste Asiático. Por fim, sumariza-se os resultados obtidos e conclui.

1 Crises cambiais e financeiras

A literatura identifica três “gerações” de modelos de crises cambiais.⁴ Os chamados “modelos de primeira geração” privilegiam o desequilíbrio fiscal persistente em um regime de taxa fixa de câmbio: a recorrente monetização torna inócuo o esforço do governo de preservar a paridade cambial, resultando na exaustão das reservas e na crise. Esses modelos são empregados principalmente na análise das crises cambiais e financeiras dos países latino-americanos nos anos 1980. Os “modelos de segunda geração”, utilizados para explicar a crise no Sistema Monetário Europeu em 1992-1993, têm como foco as dificuldades de sustentação no futuro de políticas macroeconômicas correntes orientadas para preservar a taxa de câmbio, uma vez que suas implicações em termos de desemprego crescente podem levar os investidores a refazerem suas expectativas, passando a suspeitar da disposição do governo de defender a paridade, o que o

(4) Ver, por exemplo, Krugman (2000).

forçaria a elevar ainda mais as taxas de juros. A escalada no custo de se manter a paridade compelia o governo a abandonar considerações de reputação e a permitir a desvalorização da taxa de câmbio. Assim, mudanças arbitrárias nas expectativas poderiam engendrar um colapso cambial, que não ocorreria na ausência delas. Por sua vez, os “modelos de terceira geração” partem dos problemas de informação assimétrica nos mercados financeiros para explicar as crises cambiais. Regulamentação e supervisão financeiras frágeis combinadas com garantias implícitas de socorro financeiro, sejam dos governos ou do FMI, no caso de *default* nos empréstimos internacionais fomentariam comportamentos do tipo *moral hazard* por parte dos bancos e das empresas, ensejando um *boom* nos empréstimos, investimentos excessivos, e uma bolha nos preços dos ativos. O colapso dos investimentos em projetos sem rentabilidade econômica deflagraria uma onda de inadimplência, falências de empresas e de bancos, e *credit crunch*, resultando em forte contração macroeconômica. Esses modelos são aplicados na compreensão das crises do México em 1994 e das economias asiáticas em 1997-1998 (Kaminsky, 2003; Calvo, 2000).⁵

1.1 Origens das crises cambiais e financeiras em países emergentes e efeitos patrimoniais

Por facilitar a alocação dos recursos para investimentos com melhores expectativas de retorno, um sistema financeiro eficiente pode contribuir para o crescimento econômico. Todavia, problemas de assimetria de informação são inerentes aos mercados financeiros: quem demanda financiamento tem melhores informações sobre o retorno e o risco do seu projeto de investimento *vis-à-vis* quem o financia.⁶ Crises financeiras podem ser entendidas como um agravamento desses problemas de informação, acarretando quedas bruscas nos preços dos ativos, inadimplências e falências de empresas não financeiras, e dificuldades e mesmo falências de instituições financeiras, com inevitáveis repercussões sobre a

(5) No caso da crise asiática, suas origens são atribuídas, em geral, ao enorme endividamento externo de curto prazo utilizado para financiar investimentos excessivos e de baixo retorno.

(6) Essa assimetria de informações gera problemas de seleção adversa e de *moral hazard*, fornecendo a *rationale* para a emergência de bancos ou de outras instituições especializadas na redução desses problemas. A seleção adversa refere-se ao problema que ocorre antes que o contrato financeiro seja realizado: se a taxa de juros for o critério utilizado por quem concede o empréstimo para discriminar entre os que o solicitam, um aumento da taxa de juros pode afugentar aqueles com baixo risco de *default*, permanecendo apenas os que apresentam elevada probabilidade de *default*, porquanto se o projeto for bem-sucedido apropriam-se de um lucro elevado, e no caso de fracasso partilham o prejuízo com os credores. Por essa razão, pode ser racional para quem oferta crédito se recusar a concedê-lo mesmo havendo demanda disposta a pagar taxas de juros maiores. Já o *moral hazard* deriva dos incentivos que o tomador do empréstimo tem para, depois de obtê-lo, investir em projetos de alto risco, uma vez que se apropriaria de lucros muito elevados no caso de sucesso em relação ao que perderia no caso de fracasso. Para enfrentarem esse problema, os credores normalmente impõem restrições ao comportamento dos tomadores de empréstimo de modo a evitar que o risco de *default* se eleve. Entretanto, o monitoramento e o *enforcement* dessas restrições são custosos ou difíceis.

renda e o produto.⁷ Em geral, as crises financeiras sucedem um período de forte valorização nos preços dos ativos, deflagrada pela liberalização financeira, em particular por maior facilidade de acesso dos bancos aos mercados internacionais de capitais, ou por políticas monetárias e de crédito permissivas. Financiamento fácil e abundante alimenta o *boom* do ciclo econômico, elevando a vulnerabilidade financeira da economia à medida que bancos e investidores, movidos pela confiança na permanência da prosperidade, afrouxam os critérios de avaliação de risco. Ao crescimento sustentado, tipicamente por um longo período, dos preços dos ativos (o inchaço da bolha), segue-se o colapso, em geral abrupto, desses preços (o estouro da bolha), que provoca a inadimplência daqueles que se endividaram para adquirir ativos a preços inchados. Bancos e outras instituições financeiras, por sua vez, são afetados pela onda de inadimplências e falências do setor real, e também por terem posições alavancadas em ações, títulos de dívida, etc. em seus portfólios de ativos. A deterioração prolongada na qualidade das carteiras de ativos dos bancos reduz seus patrimônios líquidos, levando-os a reduzir o volume de crédito, provocando um *credit crunch*, e alguns soçobrando no processo de deflação do preço dos ativos.⁸

(7) Para Mishkin (2001), crises financeiras constituem “uma conseqüência dos mercados financeiros em que a seleção adversa e o risco moral operam com mais força, de tal forma que os mercados financeiros são incapazes de canalizar eficientemente os fundos para aqueles que têm as oportunidades de investimentos mais produtivas”.

(8) Esses fatos estilizados de um ciclo *boom-bust* no produto e nos mercados de ativos acionado por crédito aparecem na análise das crises financeiras de diversos autores, como Allen e Gale (2000), Mishkin (2001), Kindleberger (1996), e Minsky (1985). Minsky (1985), por exemplo, focaliza as crises financeiras pela ótica da dinâmica dos fluxos de caixa gerados pelos ativos e passivos das famílias, empresas e instituições financeiras. Sua “hipótese da instabilidade financeira” incorpora essa dinâmica na análise do nível e do financiamento dos investimentos e dos preços dos ativos de capital. Partindo do fato de que o financiamento da posse de ativos implica compromissos de pagamentos futuros de *cash flows* e a posse desses ativos gera a expectativa de ingressos futuros de *cash flows*, Minsky apresenta uma tipologia de posturas financeiras baseada na relação entre renda dos ativos e serviço da dívida. Identifica três tipos de financiamento das operações de uma empresa. No “financiamento hedge”, o montante esperado da entrada de *cash flows* gerados pelos ativos da empresa supera, por uma razoável margem de segurança, os custos de financiamento e as despesas operacionais associados aos seus passivos. O “financiamento especulativo” ocorre quando os fluxos de caixa no curto prazo são insuficientes para cobrir os serviços da dívida, embora excedam o montante da parcela referente aos juros, enquanto as rendas esperadas dos ativos no longo prazo superam as obrigações financeiras – o valor presente dos fluxos líquidos de caixa é positivo em um dado intervalo de variação da taxa de juros. Por fim, no “financiamento Ponzi”, as obrigações financeiras de curto prazo apresentam uma alta probabilidade de excederem os fluxos de caixa esperados dos ativos e o fluxo de caixa líquido esperado é insuficiente até mesmo para pagar o montante de juros devido, fazendo com que a empresa tenha que se endividar mais apenas para servir sua dívida.

Minsky mostra como mudanças exógenas na economia (por exemplo, um aperto na política monetária) podem afetar o valor das posições financeiras financiadas pelos bancos, elevando a parcela relativa de financiamento especulativo e Ponzi e, assim, o grau de fragilidade financeira da economia. O mesmo efeito de redução nas margens de segurança pode ser engendrado também por um processo endógeno, pelo qual um longo período de estabilidade econômica enseja expectativas de prosperidade persistente no futuro e o esquecimento das crises anteriores, levando empresas e bancos a subestimarem riscos dos investimentos e os bancos a aumentarem sua propensão a concederem financiamento, estreitando, assim, o colchão de segurança. Nesse caso, é a própria estabilidade da economia que reduz o valor do seguro que a posse de liquidez proporciona. O conseqüente

Caso bancos e empresas do setor real tenham passivos denominados em moedas estrangeiras em montantes expressivos, a crise financeira pode desencadear uma crise cambial se investidores e credores estrangeiros, refazendo suas expectativas, passam a liquidar seus ativos na economia em crise, aprofundando-a. As crises cambiais caracterizam-se pela perda em volume expressivo das reservas internacionais do governo ou do banco central, decorrente dessa reversão súbita nas expectativas dos investidores sobre a taxa de câmbio futura e sobre a capacidade de solvência do país em relação a suas obrigações financeiras externas. Tendem a se manifestar logo após o final da fase expansionista prolongada do ciclo econômico, fomentada por crédito doméstico e externo farto e moeda apreciada. Resultam, portanto, do padrão *boom-bust* do crédito bancário, dos fluxos internacionais de capital, dos preços dos ativos e do produto.⁹

Explorando os vínculos entre crises bancárias e crises cambiais, Kaminsky e Reinhart (1999) apresentam evidências empíricas que confirmam esse relato da estrutura e dinâmica das crises. Segundo elas, as crises bancárias são, geralmente, precedidas por uma liberalização financeira e/ou por maior liquidez internacional, e seu início precede as crises cambiais, que, por sua vez, agravam os problemas do setor bancário devido à depreciação da taxa de câmbio e ao aumento nas taxas de juros, empreendido com o intento de estabilizar a taxa de câmbio. A precedência das crises bancárias em relação às crises no balanço de pagamentos não implica causalidade, ambas tendo tipicamente como causa comum fundamentos econômicos frágeis e em deterioração: apreciação cambial, piora nos termos de troca, taxas de juros elevadas e crescentes, e baixo crescimento econômico. Uma vez desencadeadas, as crises se reforçariam mutuamente por meio de uma espiral viciosa. Kaminsky e Reinhart denominam de crises gêmeas (*twin crises*) a ocorrência simultânea das crises bancárias e cambiais, observada em diversas economias em diferentes momentos (Chile, Finlândia, Suécia, México, Coreia, Tailândia, etc.). Elas constatam que, em comparação com as crises bancárias e as crises cambiais que ocorrem separadamente, os impactos das crises gêmeas tendem a ser mais intensos, devido à ação de mecanismos de *feedback* positivo.

aumento nos preços dos ativos de capital induz as empresas a investirem mais e a ampliarem a parcela das finanças do tipo especulativo e Ponzi, elevando o endividamento, com o endosso dos bancos, a um grau incompatível com os fluxos prospectivos de renda, investimento e lucros, e fragilizando a estrutura financeira. O crescimento na demanda por financiamento de curto prazo se traduz no aumento nas taxas de juros de curto prazo e, portanto, na redução no valor presente dos ativos. A deflação nos preços dos ativos é reforçada com o crescimento da inadimplência, que valoriza a liquidez, repercutindo nos balanços patrimoniais dos bancos. A transmissão da fragilidade financeira do setor produtivo para o setor bancário marca a passagem da fragilidade financeira para a instabilidade financeira e a crise.

(9) Para uma interpretação da crise cambial e financeira no Leste Asiático na perspectiva minskyana, ver Kregel (1998).

Cabe esclarecer, agora, as peculiaridades das economias em desenvolvimento que as tornam propensas a crises cambiais e a crises gêmeas e que magnificam os efeitos dessas crises nos balanços patrimoniais das empresas, dos bancos e dos governos – efeitos esses que constituem o canal principal pelo qual a crise se propaga para toda a economia. Um longo histórico de inflação alta e de crises cambiais recorrentes nos países em desenvolvimento, explicado em grande parte por instituições fiscais e monetárias frágeis, leva os poupadores a buscarem proteção de sua riqueza em ativos denominados em moeda estrangeira e as autoridades de alguns desses países a permitir que bancos ofereçam empréstimos e, em alguns casos, como na Argentina durante o regime de *currency board*, depósitos em moeda estrangeira (Mishkin, 2004). Por sua vez, governos e empresas não conseguem emitir dívida denominada em moeda doméstica nos mercados financeiros internacionais,¹⁰ gerando um problema de “descasamento” de moedas: passivos denominados em moeda estrangeira e ativos e receitas denominados em moeda doméstica. Se o descasamento de moedas for disseminado por toda a economia, uma depreciação da taxa de câmbio pode ter fortes efeitos sobre os balanços patrimoniais das famílias, bancos, empresas do setor não bancário, e governos, elevando em termos da moeda doméstica os passivos denominados em moeda estrangeira e aumentando o risco de *default* caso seus detentores não tenham receitas/ativos em moeda estrangeira ou alguma outra forma de *hedge* cambial.¹¹ O conseqüente aumento no custo do serviço da dívida força as empresas a cortarem despesas correntes e investimentos e os bancos a racionarem o crédito em face do aprofundamento dos problemas de seleção adversa e de *moral hazard*, elevando o risco de crises financeiras.¹² O governo, também debilitado financeiramente pela desvalorização cambial, se vê impedido de recorrer a políticas anticíclicas para enfrentar a recessão. A percepção do aumento das incertezas pelos investidores estrangeiros pode se traduzir na interrupção súbita do ingresso de capital, forçando uma nova depreciação da taxa de câmbio, e instaurando assim um processo vicioso que se auto-alimenta.

Outra implicação do “pecado original” dos países em desenvolvimento é que sua capacidade de pagar a dívida depende em grande medida do valor do PIB em termos de dólares. Em função da elevada volatilidade das taxas de câmbio nesses países, a volatilidade do crescimento do PIB em termos de dólares reais é muito maior do que a volatilidade do crescimento do PIB em termos de moeda

(10) Eichengreen et al. (2005) denominam de “pecado original” a incapacidade dos países emergentes de emitirem dívida denominada em moeda nacional nos mercados internacionais.

(11) A desvalorização na Coreia em 1998 quase que dobrou o custo de serviço da dívida das empresas, desencadeando uma onda de falências. Enquanto o PIB real caiu 5%, o PIB denominado em dólares contraiu-se 41% (Eichengreen et al., 2005, p. 30).

(12) Uma depreciação cambial pode levar correntistas e outros que aplicam suas poupanças em instituições financeiras com passivos concentrados em obrigações denominadas em dólares a se desfazerem desses ativos por temerem pela insolvência dessas instituições, ensejando uma corrida bancária.

doméstica real.¹³ A magnitude do impacto da variação da taxa de câmbio nominal sobre o elevado estoque de empréstimos denominados em moeda estrangeira dos países em desenvolvimento poderia ser atenuada por uma alta elasticidade do produto em relação à taxa de câmbio, em particular, pela capacidade das empresas de converterem sua produção para bens comercializáveis, ajuste este que exige prazos mais longos para se efetivar. Por essas razões, as autoridades econômicas dos países emergentes relutam em aceitar oscilações na taxa de câmbio, fenômeno que Calvo e Reinhart (2002) denominam de “*fear of floating*”, a ser analisado mais adiante.

Efeitos patrimoniais semelhantes aos de uma desvalorização cambial ocorrem com a elevação das taxas de juros, recurso largamente utilizado nos países emergentes para enfrentar uma súbita reversão nos fluxos de capital ou pressões do mercado para depreciar a taxa de câmbio. Taxas de juros mais altas agravam a dificuldade de se discriminar o risco dos que demandam crédito, resultando na contração da oferta de crédito e, portanto, na contração da produção e dos investimentos.¹⁴

Assim, tanto o aumento na taxa de juros como a desvalorização da taxa de câmbio, por afetarem os balanços patrimoniais do setor financeiro e do setor não financeiro, podem deflagrar crises financeiras. Apresentando vantagens comparativas na coleta e análise de informações sobre risco de crédito, os bancos teriam que desempenhar um papel ainda mais importante nos países emergentes, onde os mercados de capitais são incipientes e a qualidade das informações sobre as empresas é duvidosa – os padrões contábeis são mais frouxos, as exigências de *disclosure* são menores, a governança é mais fraca, e o *enforcement* é limitado. Portanto, uma deterioração nos balanços dos bancos que comprometa seu capital pode levá-los a reduzir o volume tanto de novos empréstimos como o de renovação dos antigos, obrigando as empresas não financeiras a se ajustarem via redução da produção e/ou corte de gastos em investimentos, o que pode acarretar a inadimplência e a falência de muitas delas, arrastando o setor bancário a uma crise generalizada (Greenwald; Stiglitz, 1988a, 1988b).

(13) Eichengreen et al. (2005, p. 29) estimam que a volatilidade do crescimento do PIB real em termos de moeda doméstica nos países em desenvolvimento entre 1980 e 1999 foi de 5,8%, enquanto em termos de dólares foi de 13,0%. Para os países industriais, essas volatilidades foram de, respectivamente, 2,7% e 10,3%. Como esse último grupo de países não está condenado pelo “pecado original”, a volatilidade relevante do PIB é cerca de 1/5 da volatilidade relevante dos países que não podem emitir dívida em moeda doméstica. Esse diferencial nas volatilidades do PIB decorre essencialmente do fato de que a volatilidade das taxas de câmbio nos países desenvolvidos é apenas de 30% a 50% a volatilidade nos países em desenvolvimento.

(14) Por exemplo, empresários com projetos de maior retorno esperado podem deixar de tomar empréstimos a taxas de juros mais elevadas, forçando os bancos a escolher entre racionar o crédito, desacelerando a economia, ou emprestar a tomadores com projetos de investimentos mais arriscados, aumentando a instabilidade financeira.

Esse quadro de vulnerabilidade dos países emergentes a crises cambiais e bancárias acompanhadas de recessões é agravado pela “intolerância à dívida”, termo cunhado por Reinhart et al. (2003) para denotar a incapacidade que os países emergentes têm de se endividarem em níveis similares aos dos países desenvolvidos, resultante de um histórico de desequilíbrios monetários e fiscais e de *default* da dívida pública.

Finalizando esta seção, convém descrever os três estágios que Mishkin (2001) identifica na dinâmica das crises nos países emergentes. O primeiro envolve a deterioração dos balanços dos setores financeiros e não financeiros, que desencadeia o segundo estágio, a crise cambial propriamente dita, que, por sua vez, conduz ao terceiro, o aprofundamento da deterioração da situação patrimonial das famílias e das empresas, que acaba por empurrar toda a economia para uma crise financeira profunda. A deterioração dos balanços dos setores financeiro e não financeiro está associada a aumentos nas taxas de juros, à queda nos preços das ações, ou à crescente liberalização financeira. O segundo estágio, a crise cambial, decorre das restrições que a fragilidade do sistema bancário impõe à condução da política monetária. Um aumento na taxa de juros para defender a moeda deteriora ainda mais os balanços dos bancos e eleva o custo de financiamento das empresas não bancárias altamente alavancadas. A percepção pelos investidores de que o raio de manobra das autoridades monetárias para manter a paridade da moeda é limitado os induz a promover um ataque especulativo, resultando em uma crise cambial, expressa em perdas volumosas de reservas e forte desvalorização cambial. No terceiro estágio, a depreciação cambial interage com a estrutura de endividamento característica dos países emergentes – concentrada no curto prazo e denominada em moeda estrangeira. Com a crise cambial, aqueles com passivos em moeda estrangeira enfrentam dificuldades financeiras: a redução no patrimônio líquido das instituições financeiras e das empresas do setor não financeiro desdobra-se na contração do volume de empréstimos e, assim, em crise econômica generalizada. Mishkin argumenta que os países desenvolvidos, dispendo de instituições monetárias com credibilidade, podem contratar dívida na moeda doméstica e por prazo mais longo, amortecendo os impactos de uma desvalorização cambial sobre os balanços dos bancos e das empresas.

1.2 Liberalização financeira e reversão súbita nos fluxos de capital

Diversos fatores contribuíram para a retomada dos fluxos de capitais para os países emergentes no início dos anos 1990. Entre os fatores externos, relacionados a condições do ciclo econômico nos países centrais, destacam-se: a liquidez abundante e as baixas taxas de juros, a maior propensão dos investidores ao risco, expectativas de menor rentabilidade dos investimentos domésticos, e a rápida expansão do montante de fundos controlados por investidores

institucionais. Quanto aos fatores internos, passíveis em algum grau de serem controlados pelos países em desenvolvimento, cabe apontar os seguintes: a adesão ao Plano Brady de reestruturação da dívida externa, que, além de gerar um mercado internacional de *bonds* soberanos, implicou ajustes macroeconômicos e reformas estruturais, em particular o afrouxamento das restrições no sistema financeiro doméstico e na conta de capitais, contribuindo para se recuperar a credibilidade dessas economias junto aos investidores internacionais; melhor relação risco–retorno nas oportunidades de investimentos; e expansão das economias emergentes.¹⁵

A abertura financeira, por sua vez, inaugurou um período pontuado pela sucessão de crises financeiras internacionais, ensejando um debate acerca da conveniência de se retomar os controles sobre a conta de capital. Muitos economistas defendem que a liberalização dos mercados financeiros contribui para uma alocação mais eficiente do capital e, permitindo a diversificação de risco, para a estabilidade. Outros, todavia, argumentam que a gravidade dos problemas de assimetria de informações nos países em desenvolvimento torna arbitrária e errática a disciplina imposta pelos mercados globais de capital, razão pela qual acham improvável que a liberalização da conta de capital promova a eficiência alocativa.¹⁶ Advogam, assim, a permanência ou reinstauração de restrições à mobilidade internacional de capital, como o fazem a China e a Índia, que, por isso, podem exercer uma política monetária autônoma sem instabilidade cambial.¹⁷ Stiglitz (2000), por exemplo, sustenta que, sendo os fluxos de capital nos países emergentes pró-cíclicos, a liberalização da conta de capital pode exacerbar, ou mesmo provocar, flutuações econômicas.¹⁸ Para ele, a instabilidade dos fluxos de capitais de curto prazo afeta negativamente o crescimento econômico, criando uma discrepância entre custos/retornos sociais e privados, o que fornece uma *rationale* para a adoção de controles de capital de curto prazo.¹⁹ Mesmo

(15) Focalizando os fluxos internacionais de capital para as economias emergentes, Montiel e Reinhart (1999) apontam uma complementaridade entre os fatores externos (*push factors*), que afetariam o montante e o *timing*, e os fatores internos (*pull factors*), que determinariam sua alocação geográfica.

(16) Para Martin e Rey (2002), haveria uma assimetria nos efeitos da liberalização financeira: nos países ricos seria benigna, amortecendo os ciclos, e nos países em desenvolvimento frequentemente resultaria em crises.

(17) Ver Bhagwati (1998) e Stiglitz (2000).

(18) O forte ingresso de capital externo na fase de prosperidade tende a apreciar a taxa de câmbio e, assim, a piorar a conta corrente, ocasionando a reversão nos fluxos de capital e pressões para a depreciação da taxa de câmbio.

(19) Tanto Bhagwati como Stiglitz (1999) focalizam a liberalização financeira e da conta de capital pela ótica dos interesses econômicos e políticos dos Estados Unidos. Bhagwati (1998) entende que há uma poderosa rede de luminares de opiniões semelhantes no FMI, no Banco Mundial, no Departamento de Tesouro dos EUA e nas instituições financeiras de Wall Street “*incapazes de olharem muito além do interesse de Wall Street, que eles igualam ao bem do mundo*”. Ele lembra que os ex-secretários do Tesouro dos EUA, Rubin e Brady, eram egressos de Wall Street, sendo que Brady para lá voltou, e que Wolfensohn era banqueiro. À luz desse contexto, acusa o FMI de, ao virtualmente endossar o movimento em direção à conversibilidade da conta de capital para

economistas mais liberais reconhecem que a abertura da conta de capital nos países em desenvolvimento traz, além de benefícios relacionados à maior eficiência alocativa, um aumento na vulnerabilidade das economias às oscilações dos mercados financeiros globais, sobretudo à reversão súbita dos fluxos de capitais, desencadeada por alterações repentinas nas expectativas dos investidores.²⁰

Há vários tipos de controles sobre os fluxos internacionais de capital. Restrições ao ingresso de capital são, no geral, amplamente aceitas, inclusive pelo FMI, desde que baseadas em mecanismos de mercado, como tributação. Diante das deficiências de regulamentação prudencial e de fiscalização dos empréstimos externos nos países em desenvolvimento, alguns vêm nesse tipo de controle um “substituto” *second best*. O Chile é recorrentemente mencionado como evidência. Com o objetivo de evitar a apreciação cambial, que poderia comprometer a rentabilidade das exportações, segmento que liderava o processo sustentado de crescimento, o governo instituiu, em 1991, um depósito obrigatório de 20% sobre o ingresso de capital de curto prazo. Considera-se que, nos primeiros anos, essa restrição teve sucesso em manter certa independência da política monetária e em deslocar a composição do ingresso de capital para investimentos de longo prazo, mas com o tempo investidores e bancos aprenderam a burlá-la, tornando-a inócua.²¹

Mais controversa é a avaliação sobre as restrições à saída de capital, como as que a Malásia impôs em setembro de 1998, com o fito de estabilizar a taxa de câmbio. De acordo com Kaplan e Rodrik (2001), esse tipo de controle teria permitido estancar as pressões especulativas contra a moeda malaia, avançar na reestruturação financeira das empresas, reduzir o período de ajuste e atenuar as perdas em termos de crescimento. Fischer (2001, 2003) questiona essa interpretação, argumentando que os controles foram impostos quando as turbulências provocadas pela fuga de capital já estavam se arrefecendo e as taxas

seus membros em setembro de 1997, deixar-se capturar pelos interesses de Wall Street. Stiglitz (1999) também se refere à Economia Política do FMI, ressaltando o interesse dos mercados de capital dos países ricos na liberalização dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento e no modo de enfrentamento das crises nos balanços de pagamentos. Há ainda analistas, como Feldstein (1998), que entendem que o governo dos EUA se utilize das instituições financeiras multilaterais como alavanca financeira para conduzir sua política externa, fornecendo como exemplos os empréstimos à Argentina durante o governo Menem, ao Brasil em 1998, e à Rússia.

(20) Por exemplo, Fischer (2001), First Deputy Managing Director do FMI de 1994 a 2001, afirma que “a China manteve com sucesso sua taxa de câmbio estável durante a crise asiática com a assistência de controles de capital existentes há muito tempo, fornecendo um elemento importante de estabilidade nas economias regional e global”.

(21) Na crise de 1997-1998, a alíquota do imposto seria reduzida a zero. Ver De Gregório et al. (2000) e Edwards (1999; 2001). Forbes (2007) apresenta evidências de que esse controle teria elevado o custo de capital das pequenas empresas, com um impacto adverso sobre os investimentos e o crescimento econômico.

de câmbio das moedas das demais economias da região começavam a se apreciar. Críticos da adoção de controles sobre a saída de capital sustentam que esse tipo de restrição pode inibir o ingresso de capital, criar distorções, ampliar a burocracia e aumentar a corrupção, e apresentar dificuldades de *enforcement*.

Por fim, restrições sobre as operações bancárias internacionais são defendidas com base no argumento de que, no caso de uma desvalorização do câmbio, a difusão de contratos de dívidas denominados em moeda estrangeira, contraídos por empresas domésticas cujos ativos e receitas são denominados em moeda doméstica, implica um descasamento cambial que pode engendrar uma crise financeira generalizada. Ademais, fluxos bancários internacionais denominados em moeda estrangeira poderiam facilitar a corrupção.²²

Poucos discordam da seqüência apropriada das reformas institucionais e da liberalização financeira externa: a abertura da conta de capital deve ser precedida por reformas nas esferas monetárias e fiscais que assegurem o equilíbrio macroeconômico, pelo fortalecimento da regulamentação e da supervisão dos mercados financeiros, incluindo a melhora na governança corporativa, e pela liberalização comercial.²³ Satisfeitas essas exigências, a liberalização nos fluxos de capital deve ser iniciada nos investimentos estrangeiros diretos e nos investimentos de portfólio em capital (formas de capital externo com baixa probabilidade de *default*, pois envolvem obrigações financeiras externas mais vinculadas ao ciclo econômico), avançar em seguida para os mercados de títulos de dívida e, por último, para a captação bancária *offshore*. A cautela com a liberalização externa do setor bancário deve-se à facilidade com que os bancos domésticos podem tomar empréstimos no exterior em épocas de elevada liquidez nos mercados financeiros internacionais e a incentivos para o endividamento excessivo (ver Eichengreen, 2000).

De fato, na década de 1990, o afrouxamento ou a remoção dos controles sobre os fluxos internacionais de capital, combinados com os fortes ganhos de arbitragem de juros que as políticas de estabilização ancoradas no câmbio fixo proporcionavam, estimularam os empréstimos bancários de curto prazo no exterior. Sem a reestruturação do arcabouço de regulamentação e fiscalização do sistema financeiro, a liberalização financeira fomentou crises bancárias e no balanço de pagamentos (Kaminsky; Reinhart, 1999). O *boom* nos empréstimos

(22) A crítica comum a esses três tipos de restrições na conta de capital é que podem criar ineficiência, corrupção, e problemas de *enforcement*. Eichengreen (2000) concebe a liberalização do comércio internacional de ativos financeiros como um processo envolvendo um *trade-off* entre crescimento e estabilidade: maior estabilidade implicaria maior controle de capital, com os conseqüentes impactos adversos sobre o crescimento, como ineficiência e potencial para corrupção.

(23) A liberalização precoce da conta de capital pode elevar a volatilidade da taxa de câmbio real e dificultar a alocação dos fatores de produção.

externos e domésticos elevou a exposição ao risco dos bancos e de outras instituições financeiras, que, juntos com as instituições financeiras estrangeiras que os financiavam, contavam com o compromisso do governo de manter fixa a taxa de câmbio e, no cenário mais adverso de mudança no regime cambial, percebido como improvável, esperavam o socorro financeiro do governo. Esse quadro de forte endividamento externo dos bancos e de aumento excessivo no risco incentivava o comportamento de *moral hazard*, deteriorava os balanços do setor financeiro, elevava a alavancagem das empresas do setor não financeiro, tornando-as mais vulneráveis a crises financeiras, e, no plano macroeconômico, agigantava o endividamento externo desses países tanto em termos absolutos como em relação às suas reservas.

Por essa razão, o “trilema” da economia aberta entre política monetária, política cambial e mobilidade de capital parece não refletir as reais restrições sobre a política macroeconômica em países emergentes: a alternativa de combinar liberdade nos fluxos internacionais de capital e câmbio flutuante tem levado a grandes variações nas taxas de câmbio que, dadas as peculiaridades dos países emergentes, inviabilizam a autonomia da política monetária e comprometem a estabilidade dos preços (Obstfeld, 2004). Calvo et al. (2004) apresentam evidências empíricas de que variações elevadas na taxa de câmbio real em países em que a dolarização dos passivos é difundida aumentam a probabilidade de interrupções repentinas nos fluxos internacionais de capital, tendo efeitos particularmente danosos se ocorrem depois de um período de forte ingresso de capital.²⁴

Por fim, cabe indagar a razão pela qual as crises cambiais tendem a ter um alcance regional ou a ocorrer simultaneamente em diversos países em desenvolvimento. Mudanças macroeconômicas nos países desenvolvidos (por exemplo, um aumento nas taxas de juros ou uma recessão) constituem, em geral,

(24) Analisando o comportamento de algumas variáveis macroeconômicas no período que antecede à interrupção súbita do ingresso de capital, esses autores obtêm os seguintes resultados: 1) as taxas de juros reais aumentam drasticamente (média de 467 pontos-base); 2) as reservas internacionais caem na média 35,7%, como resultado provavelmente das tentativas das autoridades de sustentar a taxa de câmbio e evitar um ajuste abrupto na conta corrente; e 3) a conta corrente se ajusta rapidamente (cerca de 6,1% do PIB, em média, nos países emergentes). Eles mostram que esses sinais prévios de interrupções súbitas nos fluxos de capitais para os países emergentes foram mais visíveis nas crises do México em 1994, da Ásia em 1997, e da Rússia em 1998, prevalecendo nesses três episódios um forte efeito contágio. Calvo et al. (2003) já haviam apontado que o *default* russo fez despencar a entrada de capitais na América Latina – até então o ingresso de capital externo havia financiado déficits seguidos em conta corrente. Tanto eles como Calvo e Mishkin (2003) constatam que quanto maior o grau de abertura ao comércio internacional, a economia é menos suscetível a interrupções repentinas nos fluxos de capitais, sendo a magnitude das depreciações na taxa de câmbio real proporcional ao déficit em conta corrente em relação à produção de comercializáveis. Países com um grau maior de abertura comercial apresentam uma fração maior do produto no setor de comercializáveis, cujos preços fixados nos mercados internacionais atenuam os impactos patrimoniais de desvalorizações cambiais, ainda que as dívidas sejam denominadas em moeda estrangeira.

um choque externo comum aos países em desenvolvimento, em razão das características econômicas que lhes são típicas (endividamento externo, concentração das exportações em *commodities*, etc.). No que se refere ao contágio da crise,²⁵ há explicações baseadas em fundamentos econômicos e em ineficiências de mercado. No primeiro grupo, cabe mencionar as que identificam a transmissão do contágio pelos canais comerciais e financeiros. Uma crise no balanço de pagamentos em um país se alastra a outros países pelos vínculos comerciais diretos, bilaterais ou intra-regionais, ou pela intensificação da concorrência desses países nos demais mercados. Por sua vez, grandes investidores (v.g., *hedge funds*) e bancos internacionais com elevada exposição ao risco em países emergentes ou em países de uma dada região podem querer recompor seus portfólios como reação à crise cambial em um país, liquidando suas posições em outros países com características semelhantes às do país em crise, com o objetivo de buscar liquidez ou reduzir o risco agregado.²⁶ Em particular, investidores que detêm portfólios com ativos financeiros diversificados em escala global, operando sob alta alavancagem, podem ser obrigados a vender os ativos mais líquidos de alguns países emergentes para cobrir as chamadas de margens associadas a perdas com operações em um dado país, o que, dada a assimetria de informações, pode deflagrar uma onda de ordens de vendas de ativos semelhantes por parte de outros investidores, deprimindo os preços.²⁷ O efeito manada é reforçado, ainda, por gestores de fundos, cuja remuneração baseada na performance relativa engendra incentivos assimétricos (“externalidade de *payoff*”). Dado o problema de agência do gestor de fundos, sua melhor decisão é acompanhar o mercado, ainda que entenda que o mercado esteja em desacordo com os fundamentos: errando com o mercado, seu bônus de performance será pequeno; errando sozinho, será demitido.

Quanto às interpretações que relaxam o suposto de racionalidade dos agentes, pode-se mencionar o comportamento de manada ou imitativo e o efeito *bandwagon* em crises cambiais concentradas regionalmente associados à ação de investidores e credores que, detendo grandes posições em títulos de países emergentes, liquidam seus ativos em países apenas por estarem na mesma região geográfica do país em crise.

(25) Entende-se por contágio de uma crise o aumento na probabilidade de ocorrência de uma crise em um país como consequência de uma crise em um outro país. Há evidências robustas de não-linearidade na relação entre essa probabilidade de crise doméstica e o número de crises em outros países.

(26) Segundo Kaminsky e Reinhart (2000), esse canal de transmissão de contágio ocorreu com os bancos norte-americanos na crise da dívida da América Latina em 1982 e com os bancos japoneses no início da crise asiática em 1997.

(27) Calvo e Mendoza (2000) modelam a racionalidade individual do comportamento imitativo nos mercados financeiros globais partindo de ambientes com custos fixos de obter e processar informações específicas a países.

2 Regimes cambiais nas economias emergentes

A seção anterior, em que se analisou a literatura sobre crises financeiras e cambiais nos países em desenvolvimento, evidenciou os efeitos magnificados das depreciações cambiais, em razão da dolarização disseminada dos passivos, resultante por sua vez do passado de descontrole inflacionário. Dado o impacto das depreciações cambiais sobre o valor em moeda doméstica das dívidas denominadas em moeda estrangeira de empresas, bancos e governo, as autoridades monetárias procuram evitar oscilações na taxa de câmbio, direcionando a política monetária para estabilizá-la mesmo no regime de metas de inflação com câmbio flutuante. Calvo e Reinhart (2002) mostram que, a despeito da exposição a choques externos mais freqüentes e mais intensos devido à composição das exportações baseada em *commodities*, países emergentes que se consideram sob o regime de câmbio flutuante têm apresentado taxas de câmbio que, em média, variam muito pouco se comparadas às dos Estados Unidos, Japão e Austrália. Esses dois economistas atribuem essa baixa volatilidade da taxa de câmbio a ações deliberadas de política das autoridades econômicas, motivadas pelo “medo de flutuar”, o que seria corroborado pela alta variabilidade das reservas internacionais e das taxas de juros, nominal e real. Se a taxa de câmbio é de fato a âncora nominal, o regime de metas de inflação torna-se fictício.

Qual, então, o regime cambial mais adequado para reduzir a variância do produto e tornar as economias emergentes menos vulneráveis a choques externos? Fixar a taxa de câmbio (incluindo as variantes mais extremas de *currency board* e de dolarização oficial), deixá-la flutuar, ou adotar algum regime intermediário entre as opções de *corner*, como, por exemplo, bandas cambiais? A resposta evidentemente depende das características da economia, podendo-se especular que o regime cambial seja endógeno *vis-à-vis* as instituições, não sendo sua permanência, portanto, dependente apenas da vontade dos *policy-makers* (Calvo; Mishkin, 2003; Alesina; Wagner, 2003). Nenhum regime cambial, *per se*, é capaz de impedir turbulências macroeconômicas. Isso é notório no caso de governos que adotaram taxas fixas de câmbio na tentativa de conquistar a credibilidade do mercado em relação à sua disposição de preservar o valor da moeda doméstica. Na ausência de reformas institucionais, a indisciplina fiscal desdobra-se na monetização dos déficits e na sobrevalorização real da taxa de câmbio, dinâmica captada pelos modelos de primeira geração. Nem versões mais extremas do câmbio fixo, como o *currency board*, escaparam desse impasse, como atesta o caso da Argentina, que se discute abaixo.

Quanto ao regime de câmbio flutuante, os argumentos de que concede maior autonomia à política monetária e de que absorve os choques reais externos mais rapidamente e com menor custo tornam-se implausíveis em economias emergentes cujos contratos de dívidas são amplamente denominados em moeda

estrangeira. O “medo de flutuar” limita o alcance da política monetária e torna pouco crível o compromisso da autoridade monetária com a estabilidade de preços. Assim, o mais provável é que o desempenho macroeconômico superior nos países emergentes esteja mais associado às instituições monetárias, fiscais e financeiras do que ao regime cambial.

Dois casos merecem comentários específicos: a crise dos países asiáticos e a crise da Argentina. Por um longo período, interrompido com a crise de 1997, políticas tácitas de taxa de câmbio fixa com ajustes marginais prevaleceram na Tailândia, Malásia, Coréia do Sul e em outros países asiáticos. Para alguns analistas, esse regime cambial seria um dos principais fatores responsáveis pelo aprofundamento da instabilidade macroeconômica em 1997. De fato, a estabilidade cambial combinada com a liberalização dos fluxos de capital e com a fraca regulamentação e fiscalização do setor financeiro doméstico induziram as instituições financeiras desses países a contraírem empréstimos em moedas estrangeiras no mercado internacional e a repassá-los nos mercados domésticos.²⁸ A arbitragem entre juros externos e internos motivava os bancos a afrouxarem os critérios de concessão de crédito e a subestimarem riscos. À medida que as economias se desaceleravam e crescia a inadimplência das empresas do setor real junto ao sistema bancário doméstico, acirrava-se o *trade-off* clássico enfrentado pelas autoridades monetárias: estabilizar a taxa de câmbio ou garantir a estabilidade do sistema bancário por meio de seu papel de emprestador de última instância. Revelado o caráter sistêmico dos problemas do setor bancário, estreitou-se o raio de ação dos bancos centrais para sustentar o compromisso com taxas de câmbio estáveis, induzindo à fuga de capital, à não-renovação dos empréstimos externos, à liquidação de ativos, e à acumulação de posições *short* na moeda doméstica. Com o corte repentino na entrada de capitais, as taxas de câmbio prevalentes tornaram-se insustentáveis, forçando desvalorizações de grande magnitude (de 25% no *won* e de quase 32% no *baht* entre 1997 e 1998), que desarticularam o sistema bancário e o setor produtivo.²⁹

No caso da crise argentina de 2001-2002, a explicação dominante entre os economistas é que a estagnação econômica e a persistência de elevados déficits fiscais colocaram a dívida pública em uma trajetória de crescimento acelerado, ensejando expectativas de *default* que culminaram com a perda do acesso ao crédito bancário e ao mercado de capital internacionais, inviabilizando em 2001 o

(28) Vale ressaltar que é amplamente reconhecida a importância da debilidade do arcabouço de regulamentação e de supervisão dos sistemas financeiros na eclosão da crise nesses países, permitindo o comportamento de *moral hazard* dos bancos, cujo endividamento externo de curto prazo excessivo alimentou o *boom* de investimentos de baixo retorno, precipitando a crise financeira e cambial.

(29) As quedas do PIB na Malásia, Tailândia e Coréia do Sul foram, respectivamente, de 7,4%, 10,5% e 6,9% em 1998. Ver Mishkin (2004) e Radelet e Sachs (2000).

regime de *currency board*, criado em 1991.³⁰ Entre 1991 e 1997, o crescimento médio anual da economia argentina foi de mais de 5%, ocorrendo em paralelo a avanços importantes no fortalecimento do sistema bancário e na reforma do setor público, com a privatização e algumas mudanças tributárias e nas despesas. Entretanto, os gastos com importações cresciam mais do que as receitas de exportações e os gastos governamentais, notadamente os das províncias, se expandiam mais do que o PIB. Inicialmente, os déficits fiscais e em conta corrente foram financiados com relativa facilidade, dada a liquidez abundante nos mercados internacionais de capital. Com a valorização sustentada do dólar na segunda metade dos anos 1990, a manutenção do regime de *currency board*, pilar do processo de estabilização dos preços, aprofundava a perda de competitividade dos produtos argentinos. Em função dos efeitos devastadores que teria sobre a credibilidade da política econômica e sobre a estabilidade do setor bancário, que havia se endividado fortemente em dólares, a desvalorização do peso não se colocava como opção de política econômica.

A sucessão de choques externos (crise na Ásia, na Rússia, e no Brasil) agravaria as condições de financiamento dos déficits fiscais e no balanço de pagamentos, elevando os *spreads* e encurtando os prazos.³¹ Por sua vez, a repercussão da interrupção repentina no ingresso de capital foi potenciada pelos seguintes fatores: (i) o baixo grau de abertura; (ii) a disseminação no setor público e no setor privado de passivos denominados em dólares; e (iii) a situação fiscal calamitosa, que impedia o governo de promover um *bail-out* financeiro de bancos e empresas do setor privado, a exemplo do que havia feito o governo coreano.³² Em 2000 e em 2001, com os choques adicionais da escalada no preço do petróleo, da valorização persistente do dólar, e da desaceleração da economia mundial, a situação econômica torna-se dramática. A resistência política aos cortes nos gastos públicos e a dificuldade de se obter financiamento interno e externo forçaram as autoridades econômicas a aceitarem condições ainda mais severas de juros e prazos.³³ Taxas de juros maiores sinalizaram o aprofundamento da recessão, ampliando as incertezas sobre a sustentabilidade da dívida. O empréstimo *stand-by*

(30) O relato sobre a crise argentina apóia-se, sobretudo, em Eichengreen (2002) e Calvo et al. (2003).

(31) Calvo et al. (2003) se opõem à interpretação de que a crise argentina foi impulsionada pela forte desvalorização do real em 1999, que teria deixado o peso sobrevalorizado, prejudicando assim o setor de comercializáveis. Argumentam que a inflexão ocorreu com a crise russa em 1998, após a qual os mercados financeiros globais alteraram drasticamente seu comportamento em relação às economias latino-americanas, cortando o financiamento até então abundante.

(32) A condição fiscal superavitária permitiu ao governo coreano coordenar a reestruturação financeira do setor bancário após a crise desencadeada pela reversão súbita nos fluxos de capitais e a conseqüente desvalorização do *won* em 1997 e 1998.

(33) Em julho de 2001, as dívidas de curto prazo representavam 96% das reservas, a dívida externa era cerca de 4,2 vezes o valor das exportações (quando o nível de alerta é de cerca de 2,0), e a taxa de câmbio havia se valorizado 15% desde janeiro de 1997 (ver *The Economist*, Jul. 21st, 2001).

com o FMI de 2000 havia condicionado os desembolsos no ano seguinte à redução nos déficits das províncias. Entretanto, o esforço fiscal apenas contraiu a demanda agregada, reduzindo as receitas tributárias, ao mesmo tempo em que as despesas de juros cresciam. A recessão provocada pelos juros elevados e pelo câmbio fixo e os déficits fiscais crescentes colocaram a dívida pública em uma trajetória insustentável.

Sem acesso a crédito nos mercados internacionais, o governo argentino foi compelido a buscar novas fontes de financiamento para seus elevados déficits orçamentários. No ano da crise, em que Domingo Cavallo voltou a ocupar o cargo de ministro da economia, bancos e fundos de pensão foram forçados a aceitar a conversão das letras do tesouro de curto prazo em papéis de longo prazo. Como tentativa de se reverter o crescimento do desemprego, no patamar de 20%, afrouxou-se a política monetária (Calvo; Mishkin, 2003). Crescendo a probabilidade de *default*, os preços dos títulos argentinos despencaram, criando problemas de liquidez e de insolvência aos bancos domésticos e às subsidiárias de bancos estrangeiros, desencadeando pânico e uma terrível crise no sistema bancário, considerado entre os mais seguros nos países emergentes após as reformas que acompanharam o novo regime monetário (Alston; Gallo, 2000). Com o abandono do regime de *currency board*, que provocou uma desvalorização cambial de mais de 70% entre 2001 e 2002, a maioria das empresas, com passivos denominados em dólares e receitas em peso, tornou-se inadimplente. A desarticulação da intermediação financeira foi crucial na contração do PIB de 4,4% em 2001 e de 10,9% em 2002. Sem alternativa viável, o governo adotou o *default* para enfrentar os efeitos perversos da desvalorização cambial em um contexto dominado por contratos de dívida em dólares.³⁴

3 Indicadores de vulnerabilidade a crises cambiais e financeiras e indicadores de severidade das crises: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático

O exame das cinco crises cambiais mais intensas em países emergentes entre 1994 e 2002 (México em 1994-1995, Leste Asiático em 1997-1998, Rússia em 1998, Brasil em 1999 e Argentina em 2001 e 2002) chama a atenção para algumas questões. Quais as características das economias da América Latina e do Leste Asiático que as tornaram vulneráveis a crises cambiais e financeiras? Há características comuns às crises nessas duas regiões? As discrepâncias nas severidades das crises cambiais entre essas regiões estariam se reduzindo desde 1997-1998, como sugerem Kaminsky e Reinhart (1998)? A América Latina é mais vulnerável a crises cambiais do que o Leste Asiático? Com o propósito de responder a essas questões e tendo como pano de fundo a discussão nas seções

(34) Calvo et al. (2003) argumentam que um ajuste fiscal, implicando uma profunda redistribuição de renda, seria politicamente inviável.

anteriores, construíram-se alguns indicadores e analisou-se sua evolução entre 1990 e 2004.

A metodologia para a construção dos indicadores de crises cambiais e financeiras apoiou-se nos trabalhos de Goldstein et al. (2000), Kaminsky et al. (1998), Hardy e Pazarbasioglu (1998) e Moreira et al. (2004). Na análise de Kaminsky *et al.* (1998), um amplo espectro de indicadores, que “emitiriam” sinais em caso de crise iminente, compõe o “sistema de alerta prévio” das crises cambiais. Moreira et al. (2004), por sua vez, têm como intento esclarecer se os países latino-americanos apresentavam vulnerabilidades nos setores externo e financeiro no período que precedeu a crise asiática. Além de combinar os indicadores utilizados nesses vários trabalhos, o presente artigo distingue-se por estender o período de análise até 2004 e pelo objetivo de verificar se houve mudanças significativas nas duas regiões após a crise asiática.

Foram utilizados dezesseis indicadores de vulnerabilidade a crises cambiais e financeiras: 1) Taxa de câmbio real; 2) Relação entre saldo da conta corrente do balanço de pagamentos e PIB; 3) Relação entre dívida externa líquida e exportações de bens e serviços; 4) Relação entre serviço da dívida externa e exportações de bens e serviços; 5) Relação entre oferta de moeda e quase-moeda e reservas internacionais; 6) Relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais; 7) Relação entre depósitos de não residentes e PIB; 8) Relação entre crédito ao setor privado e PIB; 9) Relação entre depósitos bancários de residentes e PIB; 10) Relação entre taxa de juros de empréstimos e taxa de juros de depósitos; 11) Taxa de crescimento do produto real; 12) Multiplicador do M2; 13) Taxa de inflação; 14) Grau de abertura; 15) Taxa de juros real doméstica; e 16) Déficit/superávit do governo em relação ao PIB. Esses indicadores foram calculados para cada país da amostra e para cada ano entre 1990 e 2004, agregando-se posteriormente cada indicador por região. A amostra com base na qual esses indicadores foram calculados compreende dez países latino-americanos e sete países do Leste Asiático.³⁵

Enquanto Goldstein et al. (2000) constroem um índice de vulnerabilidade a crises para cada região agregando o conjunto dos indicadores por meio da média ponderada pelos respectivos desvios-padrão, a metodologia utilizada nesta seção distingue-se por comparar separadamente cada um dos indicadores, calculando-se cada indicador para cada região em um determinado ano como a média dos

(35) Os países latino-americanos da amostra são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela. Do Leste Asiático, os países da amostra são: China, Cingapura, Coreia do Sul, Filipinas, Indonésia, Malásia, e Tailândia. A maior parte dos dados utilizados foi extraída dos *sites* do FMI (*International Financial Statistics* e *World Economic Outlook Database*). Dados sobre a dívida externa de curto prazo foram obtidos nos *sites* do Asian Development Bank e do Usaid. Se não mencionada, a fonte é *International Financial Statistics* do FMI.

indicadores normalizados dos países da amostra de cada região em cada ano.³⁶ Portanto, em cada gráfico, as curvas relativas às duas regiões são simétricas, isto é, se um determinado indicador aumenta para uma delas, diminui para a outra.³⁷

A análise empreendida nas duas seções anteriores não deixa dúvida de que as crises cambiais e financeiras nos chamados países emergentes nas duas últimas décadas só podem ser entendidas à luz da interação entre as peculiaridades institucionais, estruturais, e de política econômica desses países e a dinâmica financeira nos países desenvolvidos. Todavia, os indicadores utilizados tentam mensurar o grau de vulnerabilidade das duas regiões a choques comuns, provocados, em geral, por mudanças nas políticas monetárias ou mudanças no grau de aversão ao risco nos países desenvolvidos. Não captam, portanto, as inequívocas articulações entre os ciclos financeiros nos países centrais e nos países emergentes.³⁸

3.1 Taxa de câmbio real

Kaminsky (2003) apresenta evidências de que a apreciação da taxa real de câmbio constitui um importante sinal prévio de uma crise cambial iminente. Em países cujas autoridades econômicas recorrem a algum tipo de âncora cambial, a persistência de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, manifestada na drenagem contínua das reservas internacionais, pode formar expectativas de insustentabilidade da paridade e deflagrar um ataque especulativo.³⁹

(36) Cada indicador de crise foi normalizado para cada país da amostra e para todos os anos compreendidos na análise. À guisa de exemplo, o indicador normalizado do multiplicador do M2 (*MULTM2*) para o Brasil em 1990 (-0,23) resultou do seguinte cálculo:

$$\{(MULTM2 \text{ para o Brasil em } 1990 = 365,41) - (\text{Média do } MULTM2 \text{ para toda a amostra em } 1990 = 422,19)\} /$$

(Desvio-padrão do *MULTM2* para toda a amostra em 1990 = 245,35).

Com o indicador normalizado do multiplicador M2 para cada um dos dez países da amostra da América Latina para 1990, calculou-se o indicador multiplicador M2 normalizado para essa região para 1990 somando-se os valores desses dez indicadores e dividindo o resultado por 10.

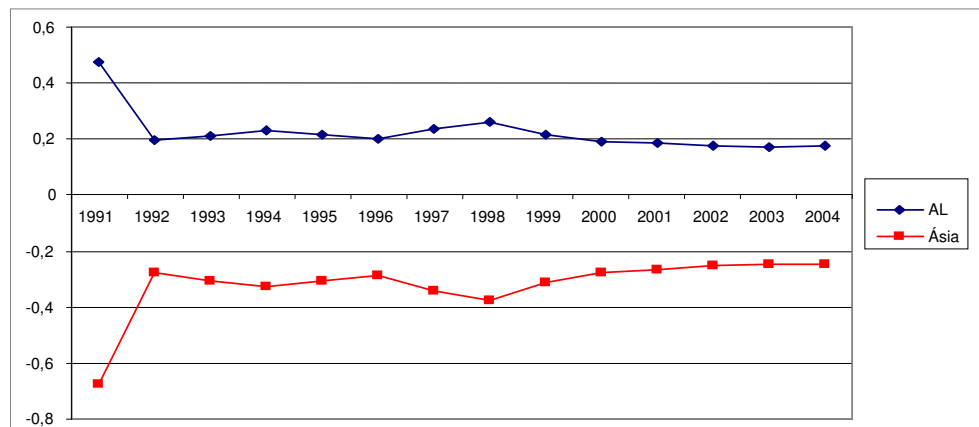
(37) Normalizados, os indicadores podem apresentar sinais negativos ou positivos, dependendo se estão abaixo ou acima da média para toda a amostra. Indicadores com sinal negativo podem expressar vulnerabilidade, como o saldo em conta corrente em relação ao PIB, ou robustez, como a dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais. Dado que foram normalizados, os valores nos eixos verticais apenas apontam se o indicador em questão está acima ou abaixo da média, carecendo de significado econômico específico.

(38) A opção metodológica seguida não deve ser confundida com uma interpretação das crises cambiais que as deriva tão-somente de fatores estritamente domésticos (por exemplo, equívocos na condução da política econômica). Procurou-se ressaltar, anteriormente, que as crises cambiais nos países em desenvolvimento tornaram-se, a partir dos anos 1990, mais frequentes e mais suscetíveis a mudanças no ambiente doméstico dos países ricos devido à liberalização financeira doméstica e externa e às interrupções súbitas no ingresso de capital externo nos países emergentes.

(39) Summers (2000) identifica no regime de taxa de câmbio “pegged” o protagonista central das crises nos anos 1990 no México, Tailândia, Indonésia, Coreia do Sul, Rússia e Brasil.

O exame da evolução das taxas reais de câmbio normalizadas no Gráfico 1 revela que essa variável esteve, na média, sistematicamente mais apreciada na América Latina entre 1991 e 2004, podendo sugerir que representou uma fonte maior de vulnerabilidade nessa região.⁴⁰ Nos anos que antecedem a crise mexicana e brasileira, o gráfico exibe uma apreciação cambial das moedas dos países latino-americanos em relação aos países do Leste Asiático da amostra, ocorrendo o inverso nos anos que antecedem a crise asiática. Exceto em 1992 e durante a crise do Leste Asiático, em que ocorreram depreciações reais em todas as economias dessa região, prevalece certa estabilidade na taxa de câmbio real relativa das duas regiões.⁴¹

Gráfico 1
Taxa de câmbio real normalizada



As duas regiões passaram por um período de apreciação real iniciado no começo dos anos 1990, ao qual se seguiriam fortes depreciações reais: a partir de 1996 no Leste Asiático e a partir de 1998 na América Latina.⁴² Assim, embora a taxa de câmbio real na América Latina tenha se apreciado relativamente mais, ambas as regiões passaram por ciclos de apreciação/depreciação que aparecem nos

(40) Nesse gráfico, as taxas de câmbio das moedas domésticas se referem ao dólar norte-americano e valores crescentes expressam apreciação. Calculou-se esse indicador com base no conceito de paridade relativa, sendo 1990 o ano de referência. Por exemplo, a taxa de câmbio real para o ano de 1991 foi calculada da seguinte forma: (a) da *International Financial Statistics*, foram obtidas as taxas nominais de câmbio em relação ao dólar (*Official Rate*, linha rf), os índices de preços ao consumidor nos EUA em 1991 (linha 64) e em 1990 (linha 64), e os índices de preços ao consumidor no país da amostra em 1991 (linha 64) e em 1990 (linha 64); (b) calculou-se o inflator do dólar, P^* , e o inflator da moeda do país da amostra, P ; (c) o indicador da taxa de câmbio real em termos de paridade relativa em 1991 resulta da seguinte operação: $(\text{linha rf: 1991})/P/P^*$.

(41) A discrepância intra-regional é, em termos gerais, limitada. Dados desagregados por país de cada um dos indicadores elaborados são apresentados em tabelas no Apêndice 1.

(42) A evolução do nível da taxa de câmbio real é apresentada no Gráfico A1 no Apêndice 2.

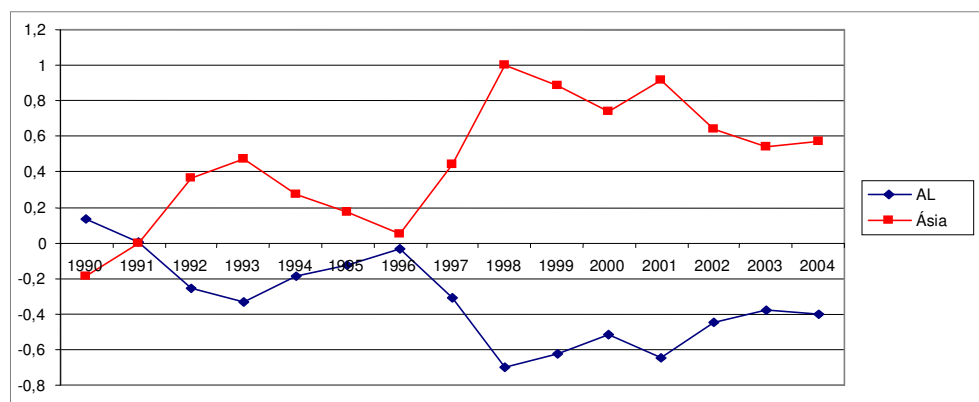
modelos de crises cambiais e financeiras (Hardy; Pazarbasioglu, 1998). A recente apreciação real do câmbio, que vem ocorrendo desde 2001 no Leste Asiático e desde 2003 na América Latina, não tem prejudicado, até agora, os saldos em conta corrente.

3.2 Relação entre conta corrente do balanço de pagamentos e PIB

Dependentes de fluxos renovados de capital externo, as economias emergentes com déficits contínuos em conta corrente são vulneráveis à elevada volatilidade desses fluxos, notadamente de capital de portfólio. Alto déficit em conta corrente foi uma característica comum aos países afetados pela crise de 1997 e constituiu um fator decisivo na gestação das crises cambiais no México e no Brasil, ocupando um papel secundário apenas na crise russa.

O Gráfico 2 evidencia que a relação entre conta corrente e PIB entre 1990 e 2004 foi relativamente desfavorável para os países da América Latina.⁴³ Entretanto, entre 1994 e 1996, o Leste Asiático apresentou uma deterioração desse indicador, estancada pela crise de 1997-1998, que forçaria um ajuste dramático na conta corrente dos países asiáticos. Após 1998, com as sucessivas crises de Brasil, Equador e Argentina, observa-se, como resultado das políticas de ajuste e da expansão da economia internacional, uma melhora significativa na conta corrente da América Latina, ainda que permanecesse em uma condição inferior à do Leste Asiático.

Gráfico 2
Conta corrente/PIB

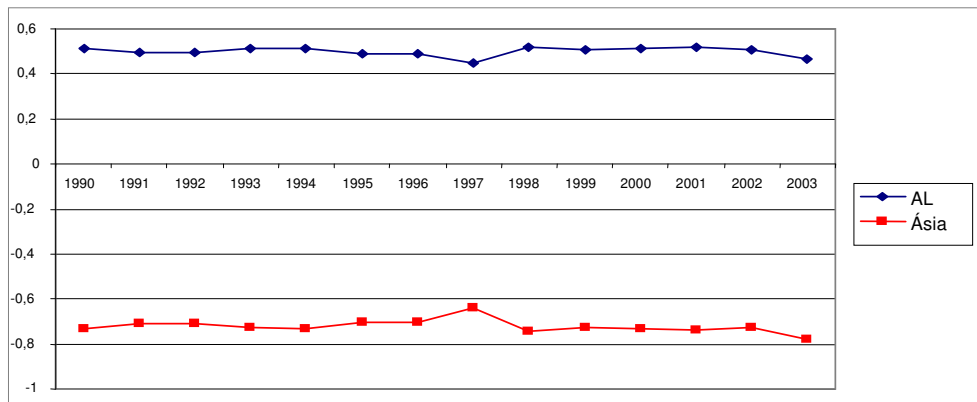


(43) Produto Interno Bruto (PIB): *Gross Domestic Product*, linha 99.b, apresentado em moeda nacional corrente; e Conta corrente (CC): *Capital Account N.I.E.*, linha 78.bcd, apresentado em dólares. Portanto, $CC/PIB = (linha\ 78.bcd \times linha\ rf) / linha\ 99.b$.

3.3 Relação entre dívida externa líquida e exportações de bens e serviços

Pelo Gráfico 3, é patente a superioridade relativa dos países do Leste Asiático na capacidade de saldar a dívida externa líquida com exportações.⁴⁴ Dois fatores podem ser apontados para explicar esse contraste: a maior participação das exportações no produto e a acumulação, desde 1998, de elevadas reservas internacionais pelos países do Leste Asiático.

Gráfico 3
Dívida externa líquida/Exportações



3.4 Serviço da dívida externa como fração das exportações

Esse outro indicador da capacidade de solvência externa de uma economia mede a relação entre as despesas referentes ao pagamento da amortização e dos juros da dívida externa e o valor das exportações de bens e serviços, sendo normalmente aceito o valor crítico de 0,25.⁴⁵ Conforme atesta o Gráfico 4, também no que se refere a esse indicador, as economias do Leste Asiático apresentam uma melhor situação relativa.⁴⁶ Todavia, após a piora desse indicador para os países latino-americanos em 1995, devido ao pagamento de amortizações da dívida

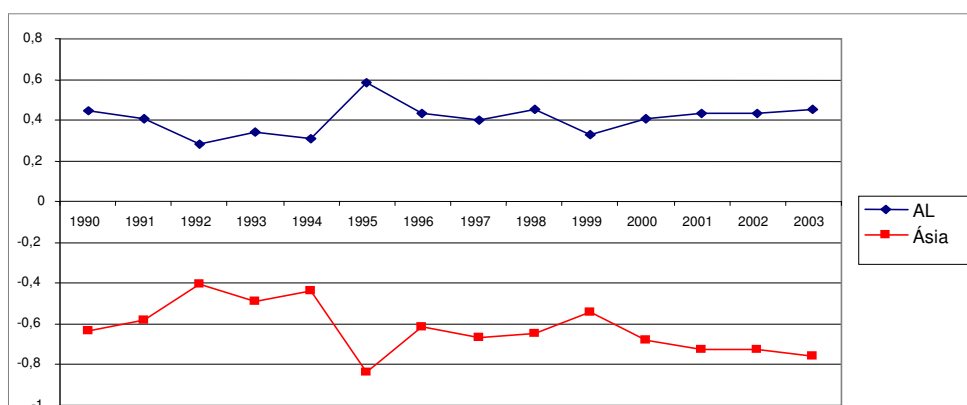
(44) O indicador Dívida Externa Líquida/Exportações foi calculado subtraindo-se as reservas internacionais (linha 11.d) da dívida externa total (cujos dados foram extraídos dos sites do ADB e do World Bank, *World Development Indicators*) e dividindo-se o resultado pelas exportações de bens e serviços. São considerados aceitáveis valores até 1,5 para esse indicador, que expressa o número de anos necessário para pagar a dívida externa líquida com a receita das exportações. Para o Brasil, essa relação caiu de 3,6 anos em 1999 para um ano em 2005, queda que reflete uma melhora na capacidade do país de resistir a choques externos e tem contribuído para a forte redução no prêmio de risco pago pelos títulos soberanos brasileiros.

(45) Utiliza-se, ainda, como indicador de solvência externa, a relação entre despesas do serviço da dívida externa e reservas internacionais.

(46) As fontes para o cálculo desse indicador são: Asian Development Bank (ADB) para os países do Leste Asiático e World Bank para os países da América Latina.

externa referente ao Plano Brady, a discrepância regional é atenuada entre 1996 e 1999, período de gestação e manifestação da crise asiática. Nos anos seguintes, com a forte recuperação das economias asiáticas, assentada sobretudo no crescimento das exportações, e com o agravamento das contas externas de diversos países latino-americanos, especialmente Brasil e Argentina, o hiato regional se amplia novamente.

Gráfico 4
Serviço da dívida externa/Exportações



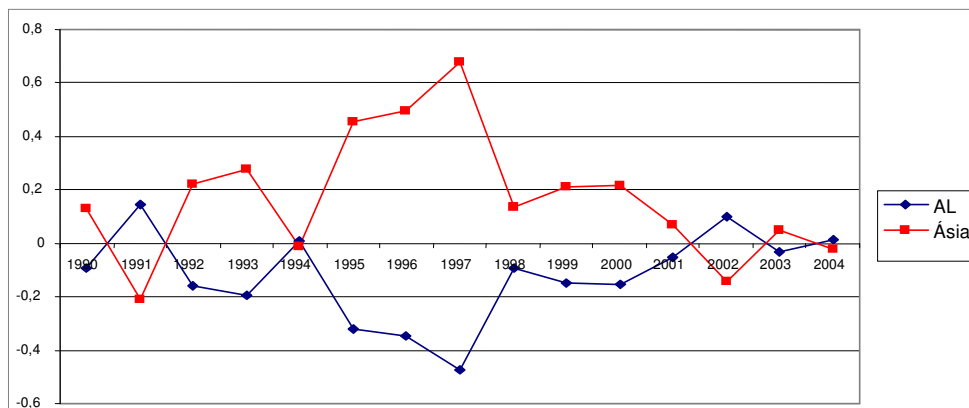
3.5 Oferta monetária como proporção das reservas internacionais

Esse indicador não apresenta uma interpretação unívoca: se for alto, pode tanto refletir confiança na moeda nacional e desenvolvimento e robustez do setor bancário como expressar vulnerabilidade desse setor e da economia a mudanças nas expectativas dos investidores, que resultem em ataques especulativos. Nesse último caso, em uma situação de crise em que os agentes econômicos preferem moeda estrangeira aos depósitos em moeda doméstica, o risco sistêmico do setor bancário cresce com a redução do grau de cobertura de seu passivo com as reservas internacionais. Pelo Gráfico 5, observa-se que a relação entre o montante de moeda no conceito M2 e as reservas internacionais é, no geral, maior no Leste Asiático,⁴⁷ sobretudo entre 1995 e 1997, o que sugere que uma possível maior frouxidão monetária nessa região possa ter contribuído para a crise. A partir de 2001, há uma convergência nos valores desse indicador para as duas regiões.

(47) Dados para reservas internacionais em dólares: *Total Reserves minus Gold* (linha 11.d); para M2: *Money* (M1, linha 34) e *Quasi-Money* (linha 35), ambos em moeda nacional corrente.

$M2/RES = [(linha\ 34 + linha\ 35) \times linha\ rf] / linha\ 11.d$. Em 1994, a forte perda de reservas ensejada pela crise mexicana elevou esse indicador para a América Latina.

Gráfico 5
M2/Reservas internacionais



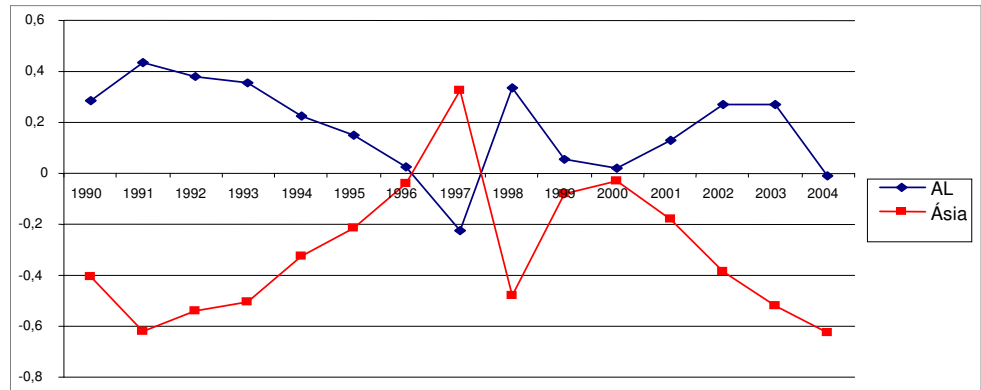
3.6 Dívida externa de curto prazo como fração das reservas internacionais

Representando um parâmetro importante na percepção de risco da moeda doméstica, esse indicador reflete o risco de liquidez e parece, de fato, ter poder explicativo das crises cambiais recentes. No Gráfico 6,⁴⁸ verifica-se que a dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais foi maior na América Latina em todo o período analisado, exceto no ano em que se iniciou a crise no Leste Asiático, quando atingiu o pico nessa região devido à enorme perda de reservas. Pode-se notar que, a partir de 1992, iniciou-se uma progressiva deterioração relativa desse indicador para as economias do Leste Asiático, ratificando a interpretação dominante sobre a crise cambial e financeira em 1997-1998, que a associa ao elevado endividamento externo de curto prazo.⁴⁹

(48) As estatísticas sobre a dívida externa de curto prazo foram extraídas do Asian Development Bank e do Usaid (*Economy Statistics for Latin America and the Caribbean*). O indicador foi calculado do seguinte modo: (Dívida externa total - dívida externa de longo prazo) / linha 11.d.

(49) Ver, entre outros, Summers (2000), Blustein (2001), Stiglitz (1999), e Radelet e Sachs (2000). Após a melhora significativa em 1998, nova piora relativa desse indicador ocorreria para os países do Leste Asiático nos dois anos seguintes. Desde 2001, a grande acumulação de reservas internacionais pelas economias asiáticas e latino-americanas tem levado a uma convergência nas trajetórias desse indicador. De acordo com BIS (2007, p. 94), entre 2000 e 2006, a relação entre reservas internacionais e dívida externa de curto prazo saltou de 8 para 13 na China e de 1 para 2 na América Latina e manteve o valor 8 em Taiwan e 2 na Coreia do Sul. Em junho de 1997, essa relação era de apenas 1/3 na Coreia do Sul (*The Economist*, Jun. 28th, 2007).

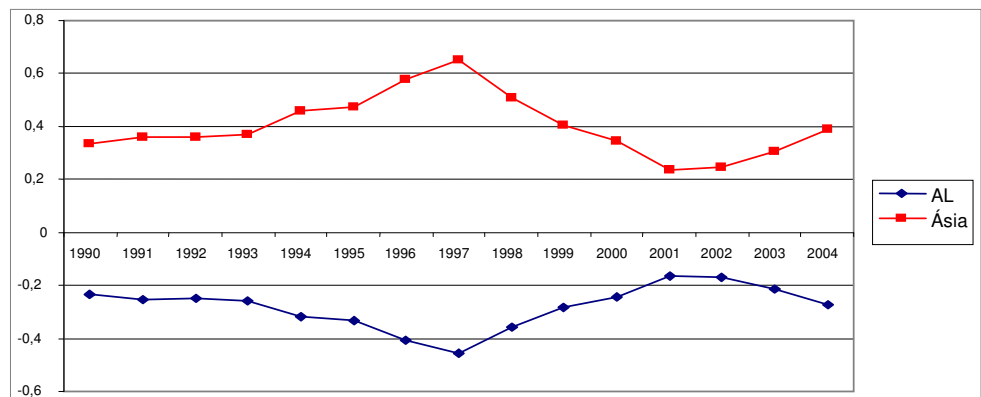
Gráfico 6
Dívida externa de curto prazo/Reservas



3.7 Depósitos de não residentes como proporção do PIB

Esse indicador serve de *proxy* para estimar o grau em que o sistema bancário recorre ao capital externo para financiar suas operações, expressando a vulnerabilidade desse sistema a interrupções súbitas nos fluxos internacionais de capital. Segundo Hardy e Pazarbasioglu (1998), o valor médio desse indicador aumenta no ano que antecede a crise e declina fortemente no ano em que a crise se desenvolve.

Gráfico 7
Depósitos de não residentes/PIB



O Gráfico 7 mostra que esse indicador é persistentemente maior no Leste Asiático,⁵⁰ apresentando, para essa região, uma trajetória ascendente do início da

(50) Dados sobre depósitos de não residentes: *Foreign Liabilities*, linha 16.c, apresentados em moeda nacional corrente.

década de 1990 até atingir o pico no primeiro ano da crise do Leste Asiático, caindo acentuadamente nos quatro anos seguintes. Essa evolução sugere que a captação de depósitos bancários de não residentes representou uma fonte maior de vulnerabilidade cambial nas economias asiáticas analisadas.

3.8 Crédito ao setor privado como parcela do PIB

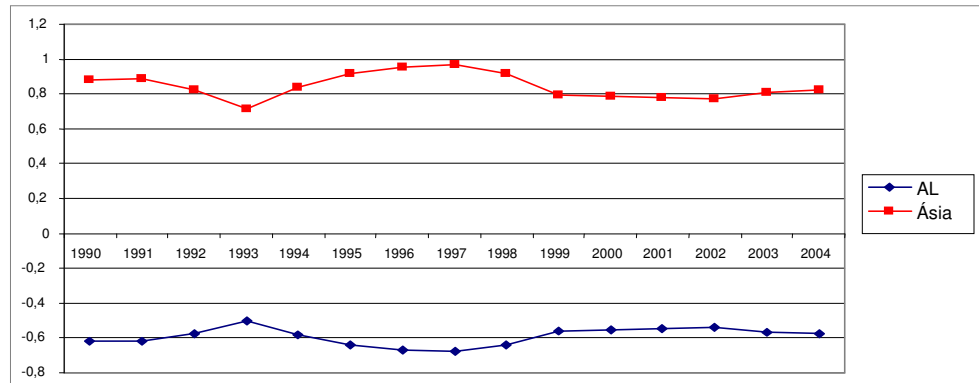
Como analisado na Seção 1, várias crises cambiais e financeiras foram precedidas por *booms* de investimentos alimentados por crédito farto. Kaminsky e Reinhart (1999), por exemplo, identificam nas crises gêmeas um ciclo *boom and bust* do crédito e dos investimentos. Nesse sentido, uma elevada relação entre crédito ao setor privado e PIB poderia indicar um *boom* creditício e de investimentos, que os modelos de terceira geração associam a crises cambiais. Ocorrendo, em geral, à esteira de processos de liberalização financeira e da conta de capital, esses *booms* usualmente envolvem ingressos vultosos de capital externo, razão pela qual são acompanhados de uma apreciação da taxa de câmbio real que, junto com a elevada liquidez doméstica, aumenta a probabilidade de um ataque especulativo contra a moeda doméstica e, por conseguinte, de uma crise bancária. Na maioria dos casos, a fragilidade radica na deterioração prolongada da qualidade dos ativos dos bancos, decorrente da avaliação negligente dos riscos de empréstimos a projetos de investimento durante o *boom*.

De acordo com o Gráfico 8, esse indicador foi maior para o Leste Asiático em todo o período de análise, apresentando um forte crescimento entre 1994 e 1996.⁵¹ Embora uma elevada proporção do crédito ao setor privado em relação ao PIB possa expressar uma economia mais estável e dinâmica, um ordenamento legal e jurídico que proteja os contratos e os direitos dos credores e favoreça transações financeiras, e um sistema bancário mais eficiente e articulado com o setor produtivo, é correto inferir, com o auxílio de outras evidências, que esse indicador reflita, até a deflagração da crise, excessos nos mercados de crédito e maior vulnerabilidade a crises nas economias do Leste Asiático.⁵² Como apontado antes, a vulnerabilidade a crises resulta do crescimento excessivo do crédito, facultado por ambientes com regulamentação e supervisão inadequadas, que fomentam comportamentos do tipo *moral hazard*.

(51) Dados sobre crédito ao setor privado em moeda nacional corrente: *Claims on Private Sector*, linha 22.d.

(52) A literatura apresenta argumentos teóricos e robustas evidências empíricas acerca do impacto positivo do desenvolvimento financeiro sobre o crescimento econômico. Um excelente *survey* sobre o tema é Levine (2005).

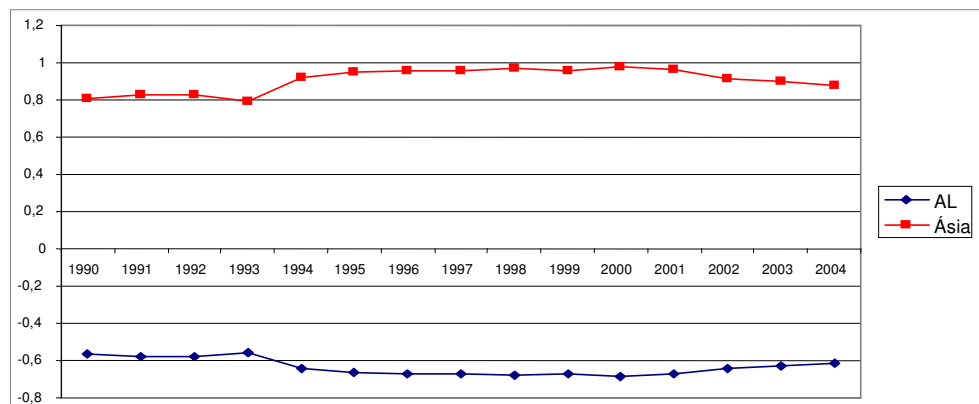
Gráfico 8
Crédito para o Setor Privado/PIB



3.9 Depósitos de residentes como proporção do PIB

Hardy e Pazarbasioglu (1998) argumentam que o montante dos passivos dos bancos pode indicar o risco de deterioração de seus balanços patrimoniais, apresentando evidências de que, no ano da crise e nos anos que a antecedem, esses passivos tendem a declinar, devido à incerteza e à perda de confiança. Kaminsky (2003), entretanto, descarta que os depósitos bancários de residentes sejam um bom indicador de crises.

Gráfico 9
Depósitos bancários de residentes/PIB



De fato, não se nota no Gráfico 9 nenhuma variação acentuada nesse indicador que pudesse sinalizar a iminência de uma crise.⁵³ A crise no Leste Asiático não

(53) Depósitos Bancários de Residentes: *Demand Deposits* (linha 24) + *Time and Saving Deposits* (linha 25), ambos apresentados em moeda nacional corrente.

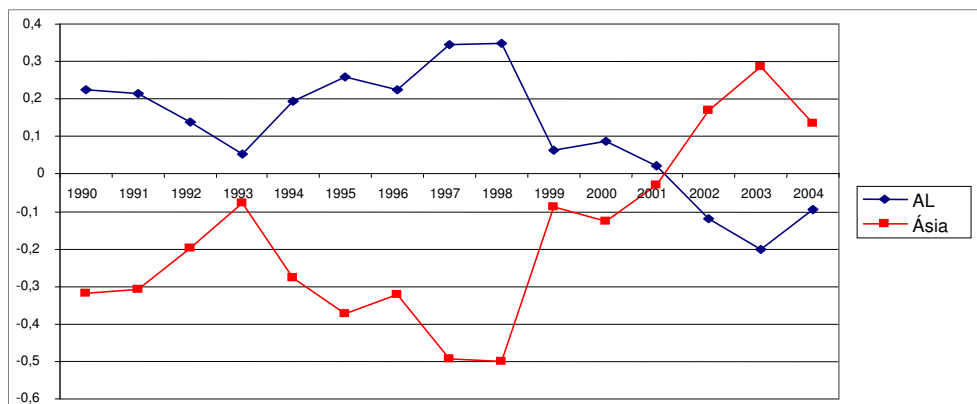
ensejou a perda de confiança do público no setor bancário, sendo que na Tailândia, um dos epicentros da crise, o montante de depósitos bancários dos residentes em relação ao PIB cresceu cerca de 14% entre 1996 e 1997. Em contraste, a credibilidade do sistema bancário na Argentina foi duramente afetada, implicando uma contração de 13% nos depósitos entre 2000 e 2001 (IMF).

3.10 Relação entre taxa de juros de empréstimos e taxa de juros de depósitos

Alguns analistas consideram que uma redução acentuada nessa relação pode indicar um aumento na vulnerabilidade do sistema bancário, com *spillovers* para toda a economia, dados os descompassos dos prazos entre aplicação e captação de recursos – o chamado problema da transformação de maturidade (Hardy; Pazarbasioglu, 1998). Contudo, Kaminsky et al. (1998) entendem que esse indicador envolve ruídos, provavelmente porque elevados *spreads* das taxas de juros podem expressar ineficiências e poder de mercado do sistema bancário, e risco maior de *default* para o setor não financeiro (e, portanto, redução do patrimônio líquido dos bancos).

O Gráfico 10 mostra que, de fato, o *spread* bancário se deteriorou no Leste Asiático entre 1994 e 1998 e na América Latina durante o período da crise argentina, e cresceu acentuadamente no Leste Asiático a partir de 1999.⁵⁴ Todavia, o forte crescimento desse indicador para a América Latina no ano da crise do México coloca em suspeita a afirmação de que *spreads* maiores reduzam o risco de crise bancária e cambial.

Gráfico 10
Juros sobre empréstimos/Juros sobre depósitos



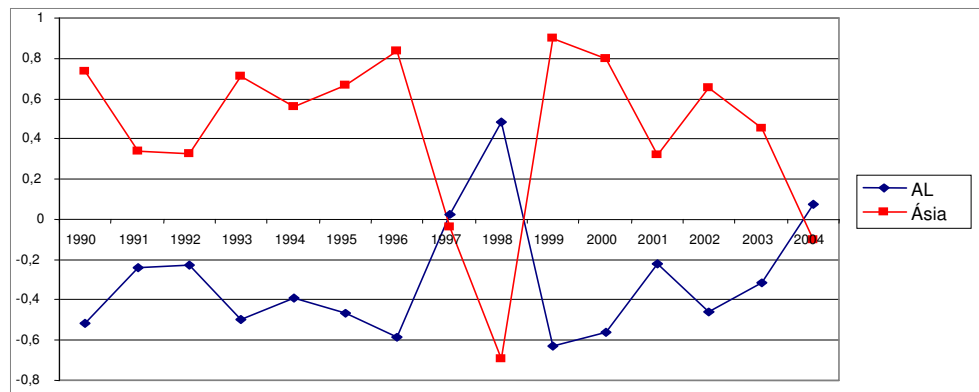
(54) Taxa de Juros de Empréstimos: *Lending Rate* (linha 60p); Taxa de Juros de Depósitos: *Deposit Rate* (linha 60.l); ambas expressas em porcentagem anual.

3.11 Taxa de crescimento real do produto

Taxas elevadas de crescimento real do produto implicam rendas e lucros maiores, menor risco de *default* e, portanto, um risco menor de crise bancária sistêmica. Podem, entretanto, resultar, também, de um *boom* insustentável de investimentos especulativos, impellido por comportamentos de *moral hazard* no mercado de crédito.

O Gráfico 11 evidencia que o Leste Asiático apresentou taxas relativas de crescimento econômico superiores no período,⁵⁵ exceto em 1997 e 2004 (anos em que não houve diferença significativa nas taxas das duas regiões) e em 1998. Após a forte recuperação do Leste Asiático em 1999, iniciou-se uma convergência nas taxas de crescimento das duas regiões, para a qual contribuíram a retomada econômica da Argentina a partir de 2003 e, no caso da Venezuela, os elevados preços do petróleo. Dos episódios de crises analisados, destacam-se a contração do PIB de 21% na Argentina entre 1999 e 2002 e de 12% na Tailândia entre 1997 e 1998.

Gráfico 11
Crescimento real do produto



3.12 Multiplicador M2

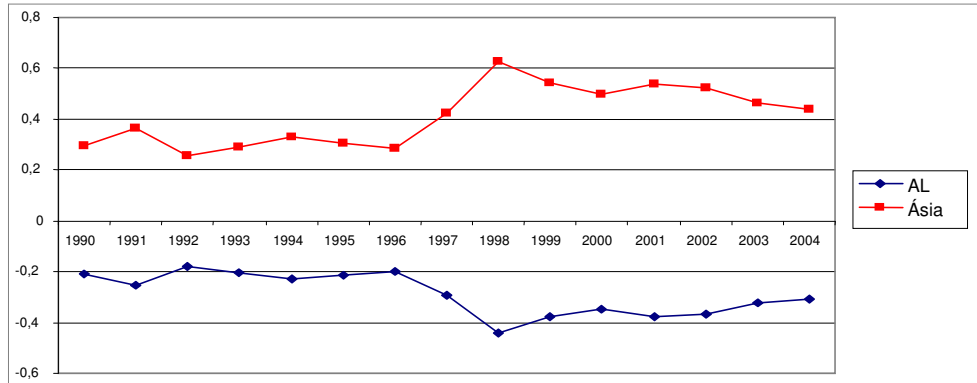
Analogamente à relação entre crédito doméstico ao setor privado e PIB nominal, taxas reais dos juros sobre os depósitos, relação entre taxa de juros de empréstimo e de depósitos, e a relação entre M2 e reservas internacionais, a relação entre a oferta de moeda e a base monetária (papel-moeda em poder do público e encaixes bancários) pode indicar o grau de liberalização financeira e, portanto, o risco de fragilidade e instabilidade financeira, em acordo com os modelos de terceira geração. Pelo Gráfico 12, o multiplicador M2 para o Leste Asiático é recorrentemente superior.⁵⁶ Todavia, embora na época da crise de 1997-

(55) Os dados sobre crescimento real do produto foram obtidos no *World Economic Outlook Database*.

(56) Base monetária: *Reserve Money* (linha 14). O multiplicador M2 foi calculado como (linha 34 + linha 35) / linha 14.

1998 apresente uma forte elevação, esse indicador não a sinaliza com antecedência.

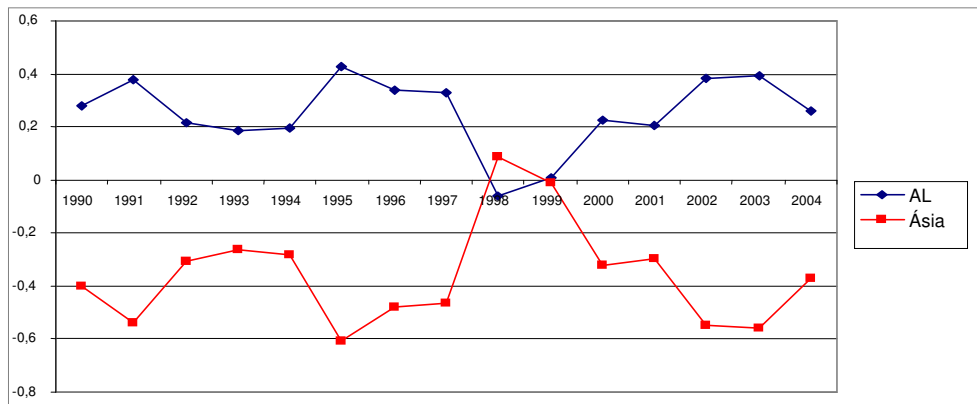
Gráfico 12
Multiplicador M2



3.13 Taxa de inflação

Países com taxas de inflação elevadas e instáveis ou que as tiveram no passado recente padecem de um problema de credibilidade, que restringe a capacidade de obterem financiamento na sua própria moeda (o chamado *pecado original*) e os torna dependentes de capital externo e, assim, mais vulneráveis a crises cambiais. Instabilidade inflacionária, ademais, potencializa os riscos do setor bancário, exceto em países que desenvolveram mecanismos de indexação dos contratos de dívida – onde os bancos eram beneficiados com receitas de *float*, como no Brasil.

Gráfico 13
Taxa de inflação

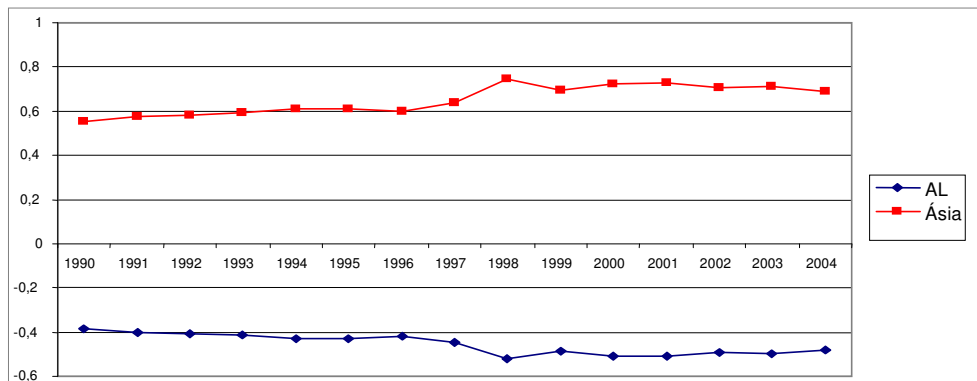


Nota-se, no Gráfico 13, que as taxas de inflação da América Latina foram persistentemente superiores às das economias do Leste Asiático, salvo em 1998, devido ao forte *pass-through* da elevada desvalorização cambial nas economias do Leste Asiático.⁵⁷

3.14 Grau de abertura

Países com maior abertura ao comércio internacional tendem a apresentar uma fração maior do produto concentrada no setor de comercializáveis, implicando um ajuste menos traumático na taxa de câmbio real no caso de uma brusca interrupção no financiamento externo. Como indica o Gráfico 14, a América Latina é comparativamente bem mais fechada ao comércio internacional, sugerindo que as economias do Leste Asiático estariam em melhor situação para enfrentar reversões súbitas nos fluxos de capitais.⁵⁸ Todavia, essa variável não se revelou um bom indicador para explicar o *timing* das crises cambiais recentes dessas duas regiões.

Gráfico 14
Grau de abertura



3.15 Taxa real de juros doméstica

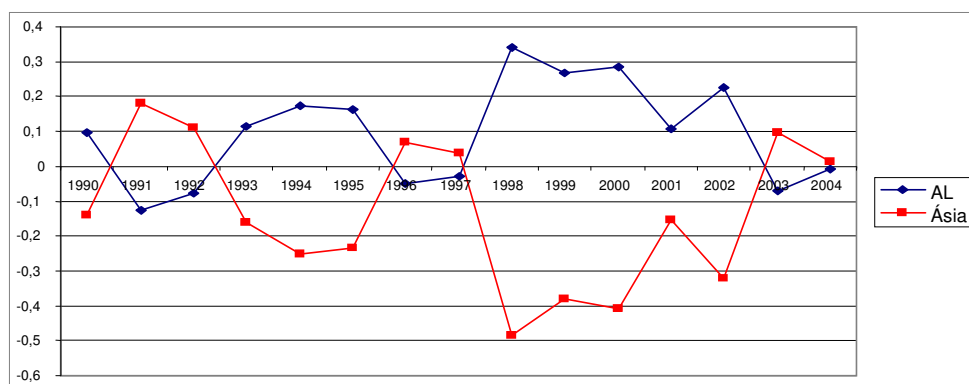
Para estancar a drenagem de reservas ou atenuar a intensidade da depreciação cambial, ambas sinalizando a iminência de uma crise cambial, as autoridades econômicas tendem a recorrer a um forte aumento nas taxas de juros domésticas, que, entretanto, elevam as despesas financeiras e o risco de *default* do setor privado e do setor público, aprofundando os problemas de seleção adversa e

(57) A fonte dos dados sobre taxa de inflação foi o *World Economic Outlook Database*.

(58) Dados de exportação e importação em dólares: *Exports (fob)* (linha 70.d) + *Imports (fob)* (linha 71.vd). Grau de Abertura = (linha 70.d + linha 71.vd) / (linha 99.b / linha rf).

de *moral hazard* nos mercados financeiros, e podendo contribuir para precipitar ou propagar a crise. De acordo com o Gráfico 15,⁵⁹ a taxa de juros real doméstica foi maior na América Latina na maior parte do período analisado. Esse indicador se deteriorou para o Leste Asiático em 1996, possivelmente antecipando a crise vindoura. A partir de 1998, as taxas de juros reais na América Latina crescem relativamente às do Leste Asiático, como consequência das crises russa e brasileira.⁶⁰

Gráfico 15
Taxa de juros real doméstica



3.16 Déficit/Superávit fiscal como fração do PIB (*DF/PIB*)

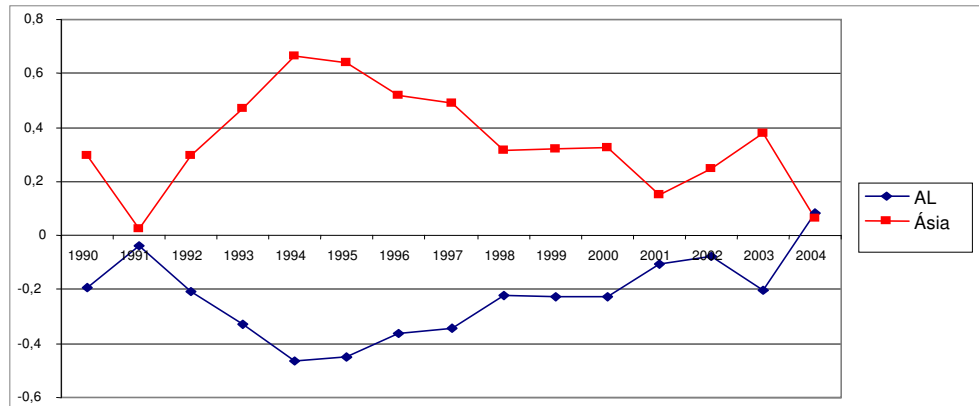
Nos modelos de primeira geração de crises no balanço de pagamentos, o déficit fiscal é a variável explicativa crucial: se recorrentemente monetizado, conduz à perda de reservas que, por sua vez, induz um ataque especulativo. O Gráfico 16 confirma que o desequilíbrio fiscal foi muito maior na América Latina ao longo do período analisado, representando uma fonte de instabilidade e de vulnerabilidade.⁶¹ Com o socorro do governo às instituições financeiras com problemas durante a crise do Leste Asiático e com os ajustes fiscais em alguns países latino-americanos, a vantagem fiscal dos países asiáticos tem se reduzido.

(59) A taxa real de juros doméstica foi calculada como a taxa de juros de depósitos (*Deposit Rate*, linha 60.1) dividida pela soma entre a taxa de inflação e a unidade: linha 60.1 / (1 + *TI*).

(60) Comparando-se a variação em pontos percentuais da taxa real de juros doméstica nas duas regiões, obtêm-se resultados menos desfavoráveis para a América Latina (ver Gráfico A2 no Apêndice 2). O problema de se utilizar a variação em pontos percentuais ou a variação proporcional da taxa de juros como indicadores é que não captam a vulnerabilidade financeira de uma economia que apresente uma taxa de juros elevada persistente.

(61) Déficit Fiscal como Proporção do PIB = *Deficit (-) or Surplus* (linha 80) / linha 99.b.

Gráfico 16
Déficit/Superávit do governo



3.17 Indicadores de severidade das crises

O índice de severidade das crises (I) foi calculado do seguinte modo:

$I = V_1 - (\sigma_1/\sigma_2)V_2 - (\sigma_1/\sigma_3)V_3 - (\sigma_1/\sigma_4)V_4$, sendo V_1 a variação da taxa de câmbio nominal no ano da crise, V_2 a variação das reservas internacionais no ano da crise, V_3 a variação do produto real no ano da crise, e V_4 a variação do produto real no ano após a crise.⁶² A Tabela 1 exibe os valores desse indicador nas crises no México em 1994-1995, no Leste Asiático e na Rússia em 1997 e em 1998, no Brasil e no Equador em 1999, e na Argentina em 2001 e 2002. Quanto maior o valor desse indicador, maior a severidade da crise. Países com I positivo teriam sido atingidos significativamente pela crise, e países com I negativo não teriam sido afetados.

(62) Em sua estimativa do grau de severidade das crises, Kaminsky (2003) inclui a perda do produto após a crise, a perda de reservas internacionais do governo/banco central e a depreciação da moeda doméstica. Exceto pelo número de variáveis empregadas, seguiu-se aqui a metodologia de Goldstein et al. (2000), que calculam o índice de severidade como uma média ponderada das variações normalizadas da taxa de câmbio e das reservas internacionais, com pesos tais que esses dois componentes do índice tenham a mesma volatilidade. No caso mais geral em que há n variáveis, se seus valores normalizados forem V_1, V_2, \dots, V_N e sendo $\sigma_1, \sigma_2, \dots, \sigma_N$ os respectivos desvios-padrão dessas variáveis para todos os países da amostra em um determinado ano, calcula-se o índice pela seguinte fórmula: $I = V_1 + (\sigma_1/\sigma_2)V_2 + \dots + (\sigma_1/\sigma_N)V_N$. Ver também Kaminsky e Reinhart (1998). Assim, para apresentarem a mesma volatilidade condicional, as variáveis que compõem o índice foram ponderadas pela razão entre o desvio-padrão da variação da taxa de câmbio nominal e o desvio-padrão da variação da variável em questão.

Tabela 1
Índices de severidade das crises

	1994	1995	1997	1998	1999	2001	2002
Argentina	8,99	7,70	-6,59	4,00	23,47	9,11	4,21
Bolívia	3,39	2,97	-1,78	-7,21	8,46	-0,37	3,58
Brasil	0,59	10,46	2,85	0,65	5,30	2,17	9,37
Chile	-3,30	-12,00	-3,93	-0,67	4,62	-0,85	-1,77
China	-13,55	-18,98	-8,87	-28,88	-19,66	-9,28	-35,36
Cingapura	-10,67	-11,71	-5,07	-13,59	-24,13	2,66	3,38
Colômbia	1,56	10,23	2,70	12,56	14,96	-0,25	-3,80
Coréia do Sul	-6,15	-9,26	4,26	-14,73	-29,54	-3,16	-9,35
Equador	7,17	12,83	2,77	15,92	20,16	-4,65	0,18
Filipinas	4,06	-1,00	1,01	-5,65	-7,39	-0,27	-9,59
Indonésia	-3,84	-11,07	6,40	25,02	-2,76	-1,32	-11,84
Malásia	-8,08	-18,87	-0,44	-0,97	-23,00	-0,51	-12,57
México	15,55	13,39	-4,89	-15,33	-9,50	-0,07	6,28
Peru	-13,61	5,17	-2,23	1,64	7,60	-0,56	-7,82
Tailândia	-7,56	-5,90	15,18	8,93	-7,40	-1,53	-20,75
Uruguai	6,25	6,77	-0,14	0,76	25,46	7,51	28,41
Venezuela	13,34	-8,43	-2,44	-14,01	0,42	-4,49	-0,05

Com base nesse indicador, a crise do México de 1994-1995 atingiu o conjunto dos países latino-americanos, exceto o Chile, indicando um efeito contágio significativo nessa região. No primeiro ano da crise (1994), além do próprio México, os países mais afetados seriam Venezuela, Argentina, Equador e Uruguai. Os países do Leste Asiático, com a exceção das Filipinas, economia com estruturas e instituições semelhantes às dos países da América Latina, apresentam índices de severidade negativos. Já no ano seguinte, a crise mexicana repercutiria fortemente também no Brasil, Colômbia e Peru, enquanto o índice torna-se negativo para as Filipinas.

Por ocasião das crises no Leste Asiático (1997-1998) e na Rússia (1998), os impactos mais dramáticos ocorreram em alguns países daquela região. Para 1997, os maiores índices de severidade são da Tailândia, país em que se iniciou o colapso na região, Indonésia e Coréia do Sul; para 1998, a crise manteve-se na Indonésia e na Tailândia, propagando-se, entretanto, para algumas economias latino-americanas, como Equador, Colômbia e, com menor vigor, Argentina.⁶³

Já na crise cambial de 1999 no Brasil e no Equador, os indicadores mostram que nenhum país do Leste Asiático foi afetado, sendo o impacto

(63) Causa surpresa na Tabela 1 o índice de severidade fortemente negativo da Coréia do Sul para o ano de 1998. A despeito da queda no produto da ordem de 6,9% e da forte desvalorização do *won*, o índice não revelou severidade para 1998 devido à rápida recuperação das reservas internacionais, que cresceram 155%, e ao crescimento econômico de 9,5% em 1999.

concentrado na América Latina, exceto México e Venezuela. Os efeitos adversos parecem ter sido ainda mais acentuados na Argentina e Uruguai, onde se inicia um período recessivo que culminaria na crise de 2001-2002. Por fim, a crise de 2001 circunscreveu-se à Argentina e ao Uruguai, resultado explicado, em grande parte, pelos fortes vínculos financeiros entre esses dois países. Em 2002, à crise nessas duas economias somam-se as incertezas na sucessão presidencial no Brasil, que se manifestam na forte depreciação do real e na desaceleração no crescimento do produto. No caso do México, o alto índice de severidade em 2002 associa-se à queda expressiva no crescimento econômico. Portanto, no que concerne à questão levantada por Kaminsky e Reinhart (1998), a saber, se as diferenças entre América Latina e Leste Asiático estavam desaparecendo por conta do episódio de crise de 1997-1998, as evidências para o período 1999-2002 parecem apontar que esta última região manteve-se menos vulnerável nas crises posteriores.

China e Malásia distinguem-se por apresentarem indicadores negativos em todos os anos do período analisado. Na América Latina, a “anomalia” é o Chile, cujo índice de severidade foi positivo apenas em 1999, porque, segundo Calvo (2005), reagiu equivocadamente à pressão dos mercados após a crise russa, elevando a taxa de juros, o que resultou na contração no ingresso de capitais equivalente a 7% do PIB e na queda de 0,8% do PIB real.

Conclusões

Kaminsky (2003) aponta seis variedades de crises cambiais: quatro associadas a fragilidades econômicas domésticas – desequilíbrios fiscais, excessos no mercado financeiro, deterioração da conta corrente e insustentabilidade da dívida externa – e as demais relacionadas a interrupções súbitas nos fluxos de capitais e a crises auto-realizáveis em economias com bons fundamentos. Tipicamente, as crises cambiais combinam algumas dessas variedades. Como se assinalou na análise das crises gêmeas, problemas no setor bancário podem afetar o balanço de pagamentos se o grau de endividamento externo do sistema bancário doméstico for grande e se a crise bancária for enfrentada por empréstimos de liquidez.

Tendo em mente a tipologia de Kaminsky (2003), podem-se sumariar os seguintes resultados encontrados na análise da evolução dos indicadores sobre as prováveis fontes de vulnerabilidades a crises cambiais e do grau de severidade dessas crises nas economias da América Latina e do Leste Asiático nos últimos 15 anos:

- 1) A América Latina sofria fragilidades em aspectos enfatizados pelos modelos de primeira e segunda geração de crises no balanço de pagamentos: desequilíbrios fiscais persistentes, elevados déficits em conta corrente e risco

considerável de *default* na dívida externa – expresso nas baixas receitas de exportações em relação à dívida externa líquida e ao serviço da dívida externa, e na elevada dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais. Associavam-se a esses desequilíbrios taxas reais de câmbio sobrevalorizadas, taxas modestas de crescimento do produto real, e elevadas taxas reais de juros. Problemas no setor bancário também foram importantes na crise do México em 1994-1995, revelando a utilidade dos modelos de terceira geração para essa região.⁶⁴

2) No que se refere ao Leste Asiático nos anos que antecedem a crise de 1997-1998, os indicadores apontam uma forte expansão do crédito ao setor privado, um rápido crescimento da oferta monetária em relação às reservas internacionais, um aumento dos depósitos de não residentes em relação ao produto, uma redução da taxa de juros sobre empréstimos relativa à taxa de juros sobre depósitos, uma elevação na dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais, valorização cambial e deterioração na conta corrente. Como apontado antes, alguns desses indicadores, tomados isoladamente, permitem interpretações distintas. Crédito ao setor privado elevado em relação ao produto pode tanto indicar uma dimensão benigna (não-restrição financeira dos investimentos das empresas) como expressar um potencial de instabilidade e de *moral hazard* (empréstimos excessivos, direcionados a empresas que investem em projetos de valor presente líquido negativo). A mesma ambigüidade envolve os depósitos de não residentes em relação ao produto, oferta monetária em relação às reservas internacionais e taxa de juros de empréstimo relativa à taxa de juros de depósito (*spreads* baixos podem sinalizar tanto eficiência como concorrência excessiva e fragilidade financeira dos bancos). Todavia, a crise financeira sistêmica na Tailândia, Coréia do Sul, e Indonésia, envolvendo falências de bancos e de empresas não financeiras e engendrando uma crise cambial, fornece fundamento para interpretar a evolução desses indicadores no período anterior à crise como evidência de fragilidade e instabilidade financeiras e de um maior potencial de vulnerabilidade do Leste Asiático em aspectos relacionados a excessos nos mercados de crédito. Desse modo, os chamados modelos de terceira geração de crises no balanço de pagamentos, baseados em problemas de informação assimétrica nos mercados financeiros, parecem particularmente úteis para o entendimento da crise nessa região.

3) Os índices de severidade sugerem que, nas crises examinadas, os impactos mais dramáticos, incluindo contágio, ocorreram na América Latina, exceto na crise do Leste Asiático em 1997-1998. Não se confirma, portanto, a proposição de Kaminsky e Reinhart (1998) de que as diferenças em relação à

(64) Embora envolvendo sérios problemas bancários, a crise cambial na Argentina em 2001-2002 não é satisfatoriamente explicada por esses modelos.

vulnerabilidade a crises entre as duas regiões estariam desaparecendo. Desde a crise de 1997-1998, os países do Leste Asiático vêm dando passos importantes no sentido de se protegerem contra choques adversos, emitindo títulos com prazos mais longos e indexados à inflação (e não à taxa de câmbio ou à taxa de juros de curto prazo) e acumulando reservas (ver Eichengreen et al., 2003). Para Aizenman e Lee (2005), a estratégia de acumulação de reservas internacionais desses países pode ser vista como um ajuste preventivo na forma de um seguro contra futuras interrupções repentinas no ingresso de capital. Um efeito benéfico adicional dessa estratégia é atenuar, ou até mesmo evitar, a apreciação cambial, facilitando o crescimento das exportações.⁶⁵ Mais recentemente, as economias latino-americanas passaram a seguir o mesmo caminho, emitindo títulos mais longos (e até mesmo denominados em moeda doméstica) nos mercados internacionais e acumulando reservas como estratégia para limitar a vulnerabilidade externa.

Finalizando, cabe explorar a questão de como as fontes de vulnerabilidade das economias dessas regiões identificadas neste trabalho se articulam com a discrepância entre o processo de *catching-up* das economias do Leste Asiático e a ampliação no hiato de renda dos países da América Latina, mais ricos do que os países asiáticos em 1960, com a dos países avançados.

Referências bibliográficas

ADB – ASIAN DEVELOPMENT BANK. *Key indicators of developing Asian and Pacific Countries*. Part V – Country Tables. 2002 e 2005. Disponível em: <www.adb.org/Statistics>.

AIZENMAN, Joshua; LEE, Jaewoo. *International reserves: precautionary versus mercantilist views. Theory and evidence*. Cambridge, 2005. (NBER Working Paper, n. 11366).

ALESINA, Alberto; WAGNER, Alexander. *Choosing (and reneging on) exchange rate regimes*. Cambridge, Jun. 2003. (NBER Working Paper, n. 9809).

ALLEN, Franklin; GALE, Douglas. *Comparing financial systems*. Cambridge: The MIT Press, 2000.

ALSTON, L.; GALLO, A. *Evolution and revolution in the Argentine banking system under convertibility: the roles of crises and path dependence*. Cambridge, Nov. 2000. (NBER Working Paper, n. 8008).

BHAGWATI, Jagdish. The capital myth: the difference between trade in widgets and dollars. *Foreign Affairs*, 78, p. 7-12, May/Jun. 1998.

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *77th Annual Report*. Basel, 2007.

(65) Dados os efeitos perversos da apreciação cambial, estratégias que a inibam, como o acúmulo de reservas e até, em certos casos, os controles sobre a entrada de capitais, podem ser desejáveis.

BLUSTEIN, Paul. *The chastening: inside the crisis that rocked the global financial system and humbled the IMF*. New York: Public Affairs, 2001.

CALVO, Guillermo. Balance-of-payments crises in emerging markets: large capital inflows and sovereign governments. In: KRUGMAN, Paul (Ed.). *Currency crises*. Chicago: The Chicago University Press, 2000.

_____. *Crisis in emerging market economies: a global perspective*. Cambridge, 2005. (NBER Working Paper, n. 11305).

CALVO, Guillermo; MENDOZA, Enrique G. Rational contagion and the globalization of securities markets. *Journal of International Economics*, v. 51, n. 1, p. 79-113, 2000.

_____; REINHART, Carmen. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 2, p. 379-408, 2002.

_____; MISHKIN, Frederic. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. *Journal of Economic Perspectives*, v. 17, n. 4, p. 99-118, 2003.

_____; IZQUIERDO, Alejandro; TALVI, Ernesto. *Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons*. Cambridge, 2003. (NBER Working Paper, n. 9828).

_____; _____; MEJIA, Luis-Fernando. *On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects*. Cambridge, 2004. (NBER Working Paper, n. 10520).

DE GREGORIO, J.; EDWARDS, S.; VALDES, R. Controls on capital inflows: do they work? *Journal of Development Economics*, v. 63, n. 1, p. 59-83, Oct. 2000.

EDWARDS, Sebastian. *Capital mobility and economic performance: are emerging economies different?* Cambridge, Jan. 2001. (NBER Working Paper, n. 8076).

_____. How effective are capital controls? *Journal of Economic Perspectives*, v. 13, n. 4, p. 65-84, Fall 1999.

EICHENGREEN, Barry. Taming capital flows. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1105-16, 2000.

_____. *Financial crises*. Oxford: Oxford University Press, 2002.

_____; HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters. Cambridge, 2003. (NBER Working Paper, n. 10036).

_____. The pain of original sin. In: EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo (Ed.). *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economies*. Chicago: The University of Chicago Press, 2005.

FELDSTEIN, Martin. Refocusing the IMF. *Foreign Affairs*, v. 77, p. 20-33, Mar./Apr. 1998.

FISCHER, Stanley. Exchange rate regimes: is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, 2, p. 3-24, Spring 2001.

_____. Globalization and its challenges. *American Economic Review*, 2, p. 1-30, May 2003.

FORBES, Kristin. One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms. *Journal of International Economics*, v. 71, n. 2, p. 294-323, Apr. 2007.

GOLDSTEIN, Morris; KAMINSKY, Graciela; REINHART, Carmen. Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets. Washington, DC: Institute for International Economics, 2000.

GREENWALD, Bruce; STIGLITZ, Joseph. Imperfect information, finance constraints, and business fluctuations. In: KOHN, Meier; TSIANG, Sho-Chieh (Ed.). *Finance constraints, expectations, and macroeconomics*. Oxford: Clarendon Press, 1988a.

_____. Money, imperfect information, and economic fluctuations. In: KOHN, Meier; TSIANG, Sho-Chieh (Ed.). *Finance constraints, expectations, and macroeconomics*. Oxford: Clarendon Press, 1988b

HARDY, Daniel; PAZARBASIOGLU, Ceyla. *Leading indicators of banking crises: was Asia different?* 1998. (IMF Working Paper, n. 98/91).

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *International Financial Statistics*. Global Economic Data. 2003. Disponível em: <www.econstats.com/ifs/index_glifs.htm>.

_____. *World Economic Outlook Database*.

KAMINSKY, Graciela. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *The American Economic Review*, v. 89, n. 3, p. 473-500, 1999.

_____. On crises, contagion, and confusion. *Journal of International Economics*, v. 51, n. 1, p. 145-168, 2000.

KAMINSKY, Graciela. *Varieties of currency crises*. Cambridge, 2003. (NBER Working Paper, n. 10193).

_____; REINHART, Carmen. Financial crises in Asia and Latin America: then and now. *American Economic Review*, v. 88, n. 2, 1998.

_____; LIZONDO, Saul; REINHART, Carmen. Leading indicators of currency crises. *IMF Staff Papers*, v. 45, n. 1, p. 1-48, 1998.

KAPLAN, E.; RODRIK, D. *Did the Malaysian capital controls work?* University of Chicago Press, 2001. (NBER Conference Volume).

KINDLEBERGER, Charles. *Manias, panics, and crashes*. 3rd ed. New York: John Wiley & Sons, 1996.

KREGEL, J. A. Yes, “it” did happen again – A Minsky crisis happened in Asia. Apr. 1998.

KRUGMAN, Paul. Introduction. In: _____. *Crises monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2000.

LEVINE, Ross. Finance and growth: theory and evidence. In: AGHION, Philippe; DURLAUF, Steven (Ed.). *Handbook of economic growth*. The Netherlands: Elsevier Science, 2005.

MARTIN, P.; REY, H. *Financial globalization and emerging markets: with or without crash*. Oct. 2002. (NBER Working Paper, n. 9288).

MINSKY, Hyman P. The financial instability hypothesis: a restatement. In: ARESTIS, Philip; SKOURAS, Thanos. *Post Keynesian economic theory: a challenge to neoclassical economics*. Sussex: Wheat Sheaf Books, 1985. p. 24-55.

MISHKIN, Frederic. *International capital movements, financial volatility and financial instability*. Cambridge, 1999. (NBER Working Paper, n. 6390).

_____. Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries. In: FELDSTEIN, Martin (Ed.). *Economic and financial crises in emerging market countries*. Chicago: The University of Chicago Press, 2001.

_____. *Can inflation target work in emerging market countries?* Cambridge, 2004. (NBER Working Paper, n. 10646).

_____. Global financial instability: framework, event, issues. *Journal of Economic Perspectives*, v. 13, n. 4, p. 3-20, Fall 1999.

MONTIEL, Peter; REINHART, Carmen. Do capital controls and macroeconomic policies influence the volume and composition of capital flows? Evidence from the 1990s. *Journal of International Money and Finance*, v. 18, n. 4, p. 619-635, 1999.

MOREIRA, Tito; PAULA PINTO, Maurício; SILVA E SOUZA, Geraldo da. Crises gêmeas nos mercados emergentes: América Latina x Leste Asiático. *Nova Economia*, 2004.

OBSTFELD, Maurice. Globalization, macroeconomic performance, and the exchange rates of emerging economies. *Monetary and Economic Studies*, v. 22, n. 1, p. 29-55, 2004.

RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey. The onset of the East Asia financial crisis. In: KRUGMAN, Paul (Ed.). *Currency crises*. Chicago: The Chicago University Press, 2000.

REINHART, Carmen; ROGOFF, Kenneth; SAVASTANO, Miguel. Debt intolerance. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, p. 1-70, 2003.

STIGLITZ, Joseph. Beggar-thyself versus Beggar-thy-neighbor policies: the dangers of intellectual incoherence in addressing the global financial crisis. *Southern Economic Journal*, v. 66, n. 1, p. 1-38, 1999.

_____. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.

SUMMERS, Lawrence. International financial crises: causes, prevention, and cures. *The American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 1-16, 2000.

THE ECONOMIST. *East Asian Economies*. Gold from the Storm. Jun. 28th, 2007.

USAID. *Latin America and the Caribbean: selected economic and social data*. Estatísticas compiladas de World Bank. *World Development Indicators*, Washington. Disponível em: <<http://quesdb.cdie.org/lac/index.html>>.

Apêndice 1

Indicadores por país

Tabela A1
Taxa de câmbio real

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	0	33,2	55,4	65,5	68,1	68,9	64,4	61,4	60,4	55,1	48,7	43,0	-42,1	-32,2	-31,6
Bolívia	0	3,4	3,2	-0,5	-3,4	-0,4	2,9	1,7	2,9	-2,5	-7,3	-14,3	-21,6	-25,7	-27,1
Brasil	0	35,2	-65,3	-60,0	-56,8	-51,5	-50,1	-51,4	-54,1	-69,9	-69,1	-75,1	-78,5	-77,1	-75,0
Chile	0	2,1	10,0	8,1	13,0	26,0	26,4	29,0	21,6	11,2	5,3	-9,8	-16,2	-16,0	-6,2
China	0	-10,8	-11,1	-5,3	-23,4	-10,1	-5,0	-4,3	-6,4	-9,7	-12,3	-14,1	-16,1	-17,0	-16,0
Colômbia	0	-1,2	1,8	6,6	31,5	43,3	47,1	54,9	44,8	27,6	13,4	8,1	3,9	-5,3	6,9
Coréia	0	1,3	-1,9	-2,8	0,5	6,3	4,0	-10,3	-35,5	-25,0	-22,0	-30,8	-27,9	-23,3	-19,5
Equador	0	42,3	115,1	202,5	273,9	346,5	440,0	590,5	825,9	1279	2516	3403	3779	3992	3994
Filipinas	0	0,5	14,1	11,4	20,9	30,3	35,4	24,5	-3,0	6,0	-5,3	-15,4	-15,2	-18,7	-18,9
Indonésia	0	-0,8	-0,4	3,2	5,6	7,7	8,7	-9,3	-58,9	-38,2	-42,1	-48,5	-37,5	-29,3	-29,8
Malásia	0	-1,6	8,0	7,6	6,6	12,4	12,5	1,00	-24,9	-22,1	-23,5	-24,6	-24,3	-25,3	-26,1
México	0	9,6	19,7	26,9	22,1	-15,8	-7,2	5,1	3,9	13,3	21,4	27,1	27,1	16,3	13,3
Peru	0	18,0	23,3	11,6	21,7	28,2	27,7	24,8	19,7	5,1	2,2	0,9	-0,8	0,3	3,1
Cingapura	0	4,0	9,5	9,7	16,7	24,4	23,1	16,5	1,5	-1,9	-5,4	-10,6	-12,3	-11,4	-9,6
Tailândia	0	1,7	3,3	4,0	7,2	8,2	6,4	-14,0	-34,8	-28,7	-32,8	-39,3	-37,2	-35,0	-33,1
Uruguai	0	12,3	22,5	40,7	55,1	70,5	69,3	67,4	64,7	57,2	49,3	37,7	-3,2	-14,9	-11,0
Venezuela	0	6,3	12,7	13,8	9,1	42,5	17,2	46,8	75,2	91,5	91,7	97,1	48,1	37,1	38,1

Tabela A2
Conta corrente/PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	3,22	-0,34	-2,45	-3,46	-4,31	-2,00	-2,51	-4,18	-4,86	-4,22	-3,17	-1,24	8,51	5,68	2,03
Bolívia	-4,09	-4,92	-9,46	-8,82	-1,50	-4,51	-5,47	-6,98	-7,84	-5,89	-5,35	-3,35	-4,27	0,40	2,70
Brasil	-0,81	-0,36	1,57	0,00	-0,21	-2,57	-3,00	-3,77	-4,29	-4,73	-4,09	-4,55	-1,66	0,85	1,94
Chile	-1,60	-0,29	-2,29	-5,74	-3,11	-2,07	-4,06	-4,43	-4,94	0,14	-1,19	-1,66	-0,90	-1,53	1,55
China	3,13	3,32	1,36	-1,94	1,28	0,23	0,88	3,81	3,31	1,59	1,90	1,46	2,79	3,25	4,54
Colômbia	1,35	5,70	2,04	-4,13	-4,59	-4,90	-4,78	-5,39	-4,93	0,78	0,43	-1,48	-1,84	-1,82	-1,10
Coréia	-0,79	-2,82	-1,25	0,29	-0,96	-1,74	-4,44	-1,74	12,74	6,03	2,66	1,89	0,99	2,32	4,60
Equador	-3,37	-6,02	-0,96	-5,91	-5,42	-5,57	-0,29	-2,31	-10,64	6,71	6,61	-4,67	-5,02	-1,70	-0,50
Filipinas	-6,08	-2,77	-1,89	-5,55	-4,60	-2,67	-4,77	-5,28	2,37	10,39	11,30	6,31	5,80	4,30	4,60
Indonésia	-3,72	-2,17	-1,52	-1,77	-3,63	-3,79	-2,15	1,90	6,07	5,71	4,53	5,46	3,90	3,00	2,80
Malásia	-1,98	-8,51	-3,66	-4,47	-6,07	-9,73	-4,42	-5,92	13,20	15,92	9,34	8,29	8,40	12,90	13,30
México	-3,02	-5,12	-7,31	-5,80	-7,03	-0,55	-0,76	-1,92	-3,82	-2,91	-3,13	-2,94	-2,11	-1,41	-1,32
Peru	-4,90	-4,35	-5,24	-6,83	-6,10	-8,61	-6,60	-5,78	-5,91	-2,87	-2,93	-2,18	-2,14	-1,85	-0,10
Cingapura	8,51	11,39	12,06	7,30	16,33	17,93	15,28	15,77	22,25	17,91	12,83	16,81	17,78	29,56	26,10
Tailândia	-8,53	-7,71	-5,65	-5,09	-5,60	-8,07	-8,07	-2,00	12,73	10,14	7,62	5,36	5,52	5,57	4,50
Uruguai	2,00	0,37	-0,07	-1,63	-2,51	-1,10	-1,14	-1,32	-2,13	-2,43	-2,82	-2,63	2,12	0,70	-0,30
Venezuela	17,03	3,25	-6,20	-3,32	4,35	2,60	12,64	3,91	-3,39	3,44	10,75	1,63	7,87	13,60	13,50

Tabela A3
M2/Reservas internacionais

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	353,1	333,3	313,4	329,9	373,6	363,7	341,1	347,3	346,0	339,6	359,9	501,1	271,7	275,6	248,9
Bolívia	715,0	1495	1080	1075	610,6	432,3	353,7	350,4	432,1	421,2	418,2	418,3	548,2	473,5	383,7
Brasil	1638	2365	679,4	922,3	526,1	367,6	321,4	410,7	499,7	418,0	461,4	366,1	347,9	262,5	306,9
Chile	203,7	194,6	181,5	192,8	152,6	185,9	203,0	186,7	207,7	219,9	213,8	194,3	167,4	174,6	215,4
China	1037	800,0	2139	2766	1028	965,0	855,0	776,2	854,6	927,0	976,0	876,5	775,2	661,7	504,4
Colômbia	168,0	114,2	116,9	138,2	195,8	211,2	196,1	254,0	278,4	277,8	240,7	222,5	219,6	209,0	217,7
Coréia	656,2	833,5	720,2	691,1	646,5	610,8	651,2	1050	354,9	374,4	379,9	352,5	341,8	299,2	241,3
Equador	252,9	243,2	270,4	249,6	259,8	314,4	309,5	299,8	324,0	157,2	400,7	595,3	694,9	726,3	685,3
Filipinas	1642	486,9	437,3	496,4	500,1	600,8	463,7	700,0	430,9	368,2	357,0	311,3	343,3	330,6	365,9
Indonésia	615,7	550,6	565,7	612,8	660,5	716,4	656,4	728,4	251,5	309,1	312,0	302,3	306,3	318,4	330,8
Malásia	290,6	299,3	248,9	197,2	233,8	316,7	330,6	454,2	260,8	261,8	302,6	300,3	277,3	233,7	186,9
México	596,3	461,4	520,3	455,7	2021	522,2	485,6	493,3	454,8	516,4	446,3	403,2	373,5	307,1	298,7
Peru	672,7	230,6	230,5	207,5	125,7	134,6	131,9	153,0	187,4	203,6	204,9	201,1	195,7	184,4	155,5
Cingapura	123,0	117,9	116,5	105,1	105,8	104,7	103,3	116,6	128,2	133,9	123,7	133,9	122,7	116,8	109,1
Tailândia	449,2	407,1	407,2	402,6	381,9	357,6	366,9	481,6	342,1	340,2	359,0	327,6	298,5	301,7	276,3
Uruguai	1030	1674	1106	783,5	680,5	633,3	633,2	551,7	473,4	492,5	415,0	358,8	1160	364,0	291,6
Venezuela	175,5	166,7	182,0	178,4	210,6	310,1	105,8	119,4	148,2	157,0	161,5	247,8	194,6	117,3	127,8

Tabela A4
Dívida externa de curto prazo/Reservas

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	295,2	267,0	185,1	88,3	79,4	192,4	164,5	169,6	147,0	129,1	132,7	233,5	280,6	272,2	375,5
Bolívia	246,6	366,3	233,8	191,4	125,0	87,0	68,1	62,3	71,4	67,7	66,9	66,6	96,5	54,4	
Brasil	343,2	343,0	110,5	103,3	87,3	63,1	61,7	68,6	81,5	109,4	100,8	102,4	117,3	97,6	136,7
Chile	74,8	44,8	43,1	41,1	31,8	24,3	47,0	31,4	32,3	29,5	41,0	36,8	37,9	47,3	45,7
China	31,5	24,7	66,8	69,1	33,0	29,6	24,1	22,0	17,4	19,9	15,6	12,2	11,7	11,7	10,0
Colômbia	31,1	26,8	32,9	46,1	56,2	66,4	59,8	58,7	72,0	49,5	32,2	32,4	34,1	33,0	39,9
Coréia	73,0	81,7	69,6	60,7	123,3	142,6	193,9	264,1	54,1	47,0	42,1	34,2	38,4	35,3	30,1
Equador	247,9	256,5	270,0	284,6	232,7	91,3	93,2	105,2	144,5	68,8	99,8	187,4	367,0	266,0	143,0
Filipinas	479,1	152,3	119,4	107,7	94,7	82,5	79,2	161,6	77,5	43,3	61,0	59,0	54,4	54,0	
Indonésia	149,3	154,6	172,0	158,3	160,4	189,4	176,6	198,1	88,5	75,7	117,5	113,5	102,3	94,9	
Malásia	19,5	19,0	21,1	25,9	24,3	30,6	41,1	71,9	31,5	19,6	15,7	20,6	24,5	19,8	23,8
México	229,5	161,5	160,9	163,5	687,8	315,4	221,9	128,3	109,1	89,8	53,3	32,5	19,6	15,5	29,2
Peru	587,1	207,0	159,1	194,5	109,8	129,4	69,8	68,9	75,1	61,1	54,0	39,5	27,5	27,3	22,7
Cingapura	2,6	2,7	2,3	2,0	1,7	1,8	2,6	3,9	3,6	198,3	173,8	192,3	177,0		
Tailândia	78,3	87,2	97,2	92,0	99,0	145,1	126,1	145,6	98,2	57,2	45,7	41,2	31,2	26,4	24,9
Uruguai	248,3	375,9	274,3	186,3	130,3	118,0	133,3	122,2	104,7	93,7	83,5	99,0	440,3	185,6	
Venezuela	60,2	51,9	86,0	79,9	79,0	84,4	41,8	40,8	28,9	22,8	32,6	51,9	54,1	27,1	

Tabela A5
Depósitos bancários de não residentes/PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	5,69	4,34	4,17	3,82	4,27	5,29	5,81	7,19	7,17	8,05	8,50	6,06	13,68	7,28	4,85
Bolívia	1,32	1,98	3,52	5,82	8,10	8,33	7,47	9,29	10,61	9,26	5,68	2,72	2,39	1,36	1,38
Brasil	8,33	11,67	15,13	26,12	8,89	6,39	6,86	7,01	6,77	7,76	7,27	7,78	8,28	5,67	5,00
Chile	11,38	6,93	9,24	8,48	7,26	5,70	4,94	2,72	2,94	2,15	1,71	3,00	5,10	5,72	4,94
China	3,67	5,09	4,31	6,59	8,12	7,16	6,80	6,53	5,73	4,71	4,59	3,19	3,72	3,77	3,92
Colômbia	1,93	1,43	1,88	2,45	2,14	2,37	2,54	3,20	2,88	1,98	0,97	1,01	1,31	0,82	1,15
Coréia	4,08	4,85	4,70	4,11	4,91	6,11	8,13	9,65	7,33	5,92	5,42	4,49	6,36	7,19	6,75
Equador	3,49	3,20	3,36	2,59	4,56	5,32	5,78	7,59	6,57	5,17	3,73	2,44	1,86	1,74	1,90
Filipinas	6,18	4,40	5,56	5,47	6,69	8,83	17,38	25,38	18,69	16,22	15,35	12,36	10,74	9,80	10,44
Indonésia	6,00	4,77	5,74	6,20	6,51	5,93	5,58	11,22	10,24	9,13	7,33	4,72	3,22	1,76	2,14
Malásia	6,83	8,70	12,40	18,29	8,70	7,13	11,20	17,04	12,29	9,22	7,50	6,91	8,77	9,03	12,05
México	8,88	8,18	8,36	9,04	16,42	18,45	11,82	10,61	10,22	8,28	8,86	8,18	9,92	17,50	18,04
Peru	2,37	0,99	1,44	1,29	1,69	2,99	3,44	6,01	6,25	4,61	3,86	2,86	1,77	1,50	1,36
Cingapura	65,04	53,69	59,64	54,72	55,50	55,58	59,56	74,24	60,26	60,16	58,80	67,48	63,90	63,24	61,26
Tailândia	5,01	4,94	5,92	11,13	21,49	27,81	27,09	40,24	23,04	15,49	11,49	8,99	7,59	5,49	6,01
Uruguai	10,52	9,57	9,97	9,42	7,02	7,45	8,17	9,46	22,94	28,01	32,42	47,61	37,38	23,33	13,38
Venezuela	0,36	0,74	0,53	0,59	0,13	0,12	0,22	0,22	0,13	0,12	0,25	0,36	0,29	0,12	0,05

Tabela A6
Crédito para o setor privado/PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	15,53	12,47	15,24	18,01	19,95	19,68	19,88	21,56	23,59	24,14	23,17	20,16	15,12	10,61	10,30
Bolívia	21,50	26,62	34,52	43,91	48,68	47,00	46,80	50,47	55,75	56,75	50,84	44,90	41,80	38,28	32,83
Brasil	33,33	33,33	54,29	82,21	50,03	32,57	28,33	29,23	30,49	29,48	28,27	28,54	28,34	27,92	27,55
Chile	46,00	41,64	44,30	48,37	46,19	49,00	53,38	53,99	56,03	59,22	61,31	61,03	62,98	60,61	61,48
China	86,58	89,26	88,75	98,22	87,90	87,11	93,05	102,7	113,3	120,8	124,6	125,2	135,8	147,6	140,5
Colômbia	13,07	11,18	12,34	14,73	16,68	17,96	18,42	21,50	23,52	20,67	18,55	19,21	19,78	19,19	19,20
Coréia	52,76	52,62	52,19	49,82	51,12	50,34	53,71	59,82	65,83	72,50	79,02	83,70	91,81	94,41	87,89
Equador	12,68	13,03	13,93	19,07	25,02	26,68	26,29	28,52	26,34	26,39	29,91	27,88	21,18	19,85	21,91
Filipinas	19,18	17,76	20,44	26,37	29,06	37,53	48,98	56,46	48,00	41,98	39,25	35,61	32,91	30,64	29,72
Indonésia	46,07	45,79	45,51	48,90	51,88	53,58	55,43	60,82	53,21	20,48	21,37	20,62	21,88	23,88	23,37
Malásia	69,41	73,76	73,28	71,05	72,63	83,37	92,41	102,9	105,3	101,0	93,88	100,7	99,50	96,60	104,7
México	17,45	20,92	28,04	31,72	38,74	29,26	18,80	25,26	22,54	19,22	17,18	14,63	16,68	14,72	14,05
Peru	8,03	6,96	9,07	11,11	13,28	15,79	20,82	24,04	27,63	28,31	25,65	24,14	22,77	20,46	18,41
Cingapura	83,42	84,07	84,77	84,08	84,72	92,37	97,89	101,2	112,9	107,6	99,68	120,3	106,7	110,8	103,1
Tailândia	64,30	67,70	72,24	80,14	91,04	97,68	101,7	121,1	114,5	108,1	85,55	73,53	80,88	79,34	75,40
Uruguai	31,07	25,01	25,17	24,62	23,71	26,31	26,74	28,53	45,80	49,80	51,04	54,06	65,86	43,90	29,92
Venezuela	16,52	18,41	18,59	15,76	9,20	8,66	8,13	12,20	11,47	10,53	10,13	11,29	9,39	8,37	11,08

Tabela A7
Depósitos bancários de residentes/PIB

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	8,20	7,67	10,29	14,96	16,41	15,81	18,38	21,92	24,13	26,60	27,42	23,76	22,67	22,99	23,14
Bolívia	17,48	23,08	28,18	35,33	34,86	34,45	38,39	40,71	41,35	42,02	39,62	38,08	33,30	34,16	29,58
Brasil	25,00	28,33	43,21	59,70	32,37	23,16	20,68	23,19	24,20	24,44	22,27	23,01	25,29	22,55	23,60
Chile	31,52	32,37	32,65	34,47	31,47	33,69	37,15	36,80	38,87	40,88	40,01	37,96	35,37	34,97	33,81
China	61,33	67,42	72,77	76,71	74,64	79,59	88,07	99,05	107,6	118,1	122,5	129,6	142,2	153,9	160,7
Colômbia	10,89	10,92	12,44	13,59	14,92	14,54	15,20	18,87	20,73	21,19	21,03	22,87	23,82	22,81	24,43
Coréia	34,69	35,10	35,75	34,58	35,35	34,79	36,33	38,24	50,50	58,56	68,30	72,16	72,93	73,59	67,96
Equador	14,62	14,68	14,81	17,84	20,91	21,65	23,53	23,25	20,01	11,12	21,53	22,07	19,34	20,53	23,00
Filipinas	27,91	28,42	30,05	35,72	39,47	43,93	48,17	55,10	55,04	55,64	54,11	52,65	52,68	50,43	49,52
Indonésia	35,72	35,92	37,79	39,23	40,40	43,98	48,42	51,45	55,51	53,00	52,96	52,95	49,78	48,11	40,11
Malásia	54,89	57,30	61,46	69,29	67,28	72,42	72,94	78,93	81,20	90,92	88,62	93,00	90,44	91,18	97,59
México	18,93	22,54	23,67	24,89	26,49	27,43	25,45	32,32	30,86	30,19	23,55	25,43	25,20	24,28	24,13
Peru	15,78	12,35	14,34	16,85	16,93	17,97	22,47	23,82	26,19	28,06	25,80	25,79	25,38	23,43	21,70
Cingapura	81,84	83,16	83,04	77,62	78,40	77,39	78,19	79,56	109,9	116,9	100,0	109,9	106,0	113,1	107,0
Tailândia	63,38	67,02	68,32	72,45	71,07	72,06	73,93	84,46	95,22	94,33	93,85	93,44	89,47	85,81	80,89
Uruguai	51,90	45,03	39,00	34,42	32,83	32,45	32,94	33,98	38,15	42,72	46,13	54,69	66,85	62,21	49,97
Venezuela	26,83	30,12	25,72	24,46	25,34	21,79	15,00	16,26	15,61	15,12	14,64	15,43	13,74	18,05	17,70

Tabela A8
Juros sobre empréstimos/Juros sobre depósitos

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	638,7	115,1	89,39	52,91	124,5	150,0	142,8	132,6	140,7	137,1	133,0	171,5	131,7	188,5	259,8
Bolívia	175,4	173,0	196,0	242,9	301,5	270,4	292,1	339,8	307,4	288,5	315,1	204,3	215,3	154,8	195,0
Brasil	168,0	92,78	100,9	99,72	93,15	102,1	103,8	321,1	308,4	309,1	330,4	322,6	328,5	305,3	357,2
Chile	121,1	127,9	131,0	133,5	134,5	132,3	128,9	130,4	135,2	147,4	161,3	192,1	204,2	226,4	264,4
China	108,3	114,3	114,3	100,0	100,0	109,8	134,9	152,4	169,0	260,0	260,0	260,0	268,2	268,2	248,0
Colômbia	124,2	126,6	139,8	138,6	137,6	132,1	134,8	141,8	129,6	120,8	154,6	166,6	182,7	194,7	193,3
Coréia	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	102,3	117,3	110,2	115,0	119,0	107,6	132,8	138,8	144,2	151,3
Equador	86,10	112,3	128,5	149,6	130,7	128,5	131,3	153,1	125,8	164,8	192,2	234,9	275,7	236,5	236,5
Filipinas	123,4	122,7	136,4	152,8	142,9	174,9	153,2	159,7	138,6	144,2	131,3	141,8	198,3	181,4	163,1
Indonésia	118,8	109,5	122,6	141,5	141,7	112,7	111,3	109,0	82,29	107,4	147,7	119,8	122,3	160,0	219,2
Malásia	153,7	131,5	128,0	142,7	179,1	147,2	140,2	136,6	142,5	207,8	228,3	211,6	203,4	205,2	201,7
México	122,9	131,2	118,8	106,2	128,4	149,2	137,8	135,3	170,6	204,7	205,0	205,5	218,1	223,6	267,4
Peru	195,7	440,7	291,4	220,6	239,6	173,0	175,0	199,6	203,8	189,2	210,0	205,9	351,5	371,0	476,6
Cingapura	157,6	163,8	208,2	234,2	195,8	181,8	183,6	182,1	161,6	344,6	340,7	368,3	588,3	1038	1299
Tailândia	117,7	112,7	137,0	129,4	128,8	114,4	129,7	129,7	135,4	189,8	234,0	285,2	347,4	445,5	550,0
Uruguai	178,3	203,2	216,2	247,1	257,1	259,1	325,3	364,9	383,9	373,9	405,0	361,1	296,4	404,4	927,3
Venezuela	127,7	119,5	116,6	111,4	140,1	160,8	142,9	161,1	133,0	151,0	154,6	144,7	126,1	146,4	146,8

Tabela A9
Crescimento real do produto

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	-1,8	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,8	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0
Bolívia	4,6	5,3	1,6	4,3	4,7	4,7	4,4	5,0	5,0	0,4	2,3	1,5	2,8	2,5	3,8
Brasil	-4,3	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9
Chile	3,7	8,0	12,3	7,0	5,7	10,6	7,4	6,6	3,2	-0,8	4,5	3,4	2,2	3,3	6,0
China	3,8	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8	7,1	8,0	7,5	8,3	9,3	9,5
Colômbia	4,3	2,0	4,0	5,4	5,8	5,2	2,1	3,4	0,6	-4,2	2,9	1,5	1,9	4,0	4,0
Coréia	9,0	9,2	5,4	5,5	8,3	8,9	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6
Equador	3,0	5,0	3,6	2,0	4,3	2,3	2,4	4,1	2,1	-6,3	2,8	5,1	3,4	2,7	6,6
Filipinas	3,0	-0,6	0,3	2,1	4,4	4,7	5,8	5,2	-0,6	3,4	4,4	1,8	4,3	4,7	6,1
Indonésia	7,2	7,0	6,5	6,5	7,5	8,2	8,0	4,5	-13,1	0,8	4,9	3,8	4,4	4,9	5,1
Malásia	9,0	9,5	8,9	9,9	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	4,1	5,3	7,1
México	5,1	4,2	3,6	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,6	6,6	0,0	0,6	1,6	4,4
Peru	-3,7	2,2	-0,4	4,8	12,8	8,6	2,5	6,8	-0,7	0,9	2,9	0,2	4,8	3,8	5,1
Cingapura	9,0	7,1	6,5	12,7	11,4	8,0	8,1	8,6	-0,8	6,8	9,6	-2,0	3,2	1,4	8,4
Tailândia	11,2	8,6	8,1	8,3	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,2	5,3	6,9	6,1
Uruguai	0,3	3,5	7,9	2,7	7,3	-1,4	5,6	5,0	4,5	-2,8	-1,4	-3,4	-11,0	2,5	12,0
Venezuela	6,9	9,7	6,1	0,3	-2,3	4,0	-0,2	6,4	0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,3

Tabela A10
Multiplicador M2

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	218,8	244,1	281,8	303,2	328,7	377,5	439,2	485,3	522,5	539,5	600,3	410,4	289,4	225,6	227,0
Bolívia	267,9	311,8	397,9	400,5	476,8	416,2	408,8	397,2	566,1	537,4	488,5	445,6	408,8	410,1	355,6
Brasil	365,4	388,0	500,6	585,4	344,9	414,9	379,5	337,7	417,2	413,5	410,0	387,4	192,4	207,9	224,0
Chile	1062	902,5	846,0	889,3	843,6	864,5	931,2	754,2	757,3	781,3	891,6	837,5	789,0	885,8	811,9
China	229,9	234,5	263,6	271,4	272,5	292,6	283,0	292,1	326,4	347,9	358,6	375,0	398,1	405,2	411,5
Colômbia	187,2	177,3	187,5	205,4	224,0	255,4	269,9	328,8	479,3	390,2	410,2	432,8	408,8	385,6	395,1
Coréia	497,5	513,1	531,6	486,2	528,4	525,3	693,2	903,8	1249	1156	1463	1424	1366	1358	1418
Equador	277,0	309,0	285,8	285,4	387,1	456,7	479,9	488,3	498,2	311,5	799,5	945,7	1164	1259	1371
Filipinas	257,9	253,3	275,7	299,4	351,5	387,3	361,6	473,9	504,6	431,4	521,7	607,8	576,9	546,7	576,6
Indonésia	674,4	767,0	706,0	782,3	751,2	813,1	760,6	689,0	630,8	510,2	478,7	465,6	491,0	470,6	409,7
Malásia	422,5	431,4	268,2	489,4	405,3	393,0	347,9	320,4	723,0	666,1	820,5	868,9	847,0	868,2	941,5
México	531,3	620,2	669,9	709,2	703,0	694,8	716,7	745,5	638,5	548,0	560,2	511,9	437,6	401,1	377,4
Peru	188,3	237,6	228,2	246,0	257,7	253,9	252,8	238,4	264,6	262,0	255,9	249,8	242,4	252,2	247,0
Cingapura	559,4	568,5	559,7	559,9	603,3	598,4	615,5	642,9	966,2	815,5	925,2	903,1	903,1	943,3	947,9
Tailândia	823,0	870,7	853,8	870,3	857,6	818,8	812,0	816,9	938,3	638,7	758,2	721,0	722,2	599,1	534,5
Uruguai	271,1	274,8	284,3	274,0	294,0	313,3	322,8	331,5	372,3	347,4	340,3	320,9	408,6	286,0	342,9
Venezuela	343,2	288,4	304,5	346,3	356,7	369,9	281,0	260,3	254,0	230,5	247,2	254,3	246,4	263,7	266,7

Tabela A11
Taxa de inflação

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	7029	254,4	27,0	10,6	4,2	3,4	0,2	0,5	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4
Bolívia	17,1	21,4	12,1	8,5	7,9	10,2	12,4	4,7	7,7	2,2	4,6	1,6	0,9	3,3	4,4
Brasil	1621	472,7	1119	2477	916,5	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6
Chile	26,0	21,8	15,4	12,7	11,4	8,2	7,4	6,1	5,1	3,3	3,8	3,6	2,5	2,8	1,1
China	3,1	3,5	6,3	14,6	24,2	16,9	8,3	2,8	-0,8	-1,4	0,4	0,7	-0,8	1,2	3,9
Colômbia	29,1	30,4	27,0	22,6	22,8	20,9	20,8	18,5	18,7	10,9	9,2	8,0	6,3	7,1	5,9
Coréia	8,6	9,3	6,2	4,8	6,3	4,5	4,9	4,4	7,5	0,8	2,3	4,1	2,8	3,5	3,6
Equador	48,5	48,8	54,3	45,0	27,3	22,9	24,4	4,1	-0,6	-29,2	-7,7	37,7	12,6	7,9	2,7
Filipinas	13,2	18,5	8,6	6,9	8,4	8,0	9,0	5,9	9,7	6,7	4,3	6,1	2,9	3,0	5,5
Indonésia	7,8	9,4	7,5	9,7	8,5	9,4	7,9	6,2	58,0	20,7	3,8	11,5	11,8	6,8	6,1
Malásia	2,6	4,4	4,8	3,5	4,1	3,5	3,5	2,7	5,3	2,7	1,5	1,4	1,8	1,1	1,4
México	26,5	22,7	15,6	9,8	7,0	33,5	35,2	20,6	15,9	16,6	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7
Peru	7482	409,5	73,5	48,6	23,7	11,1	11,8	8,5	7,3	3,5	3,8	2,0	0,2	2,3	3,7
Cingapura	3,5	3,4	2,3	2,3	3,1	1,7	1,4	2,0	-0,3	0,0	1,4	1,0	-0,4	0,5	1,7
Tailândia	5,9	5,7	4,2	3,3	5,1	5,8	5,9	5,6	8,1	0,3	1,6	1,7	0,6	1,8	2,7
Uruguai	112,5	102,0	68,5	54,1	45,0	42,6	28,6	19,8	10,8	5,7	4,8	4,4	14,0	19,4	9,2
Venezuela	40,7	34,2	31,4	38,1	60,8	59,9	99,9	50,0	35,8	23,6	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7

Tabela A12
Grau de abertura

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	11,62	10,68	11,84	12,63	14,43	15,92	17,47	19,39	19,34	17,22	18,16	17,47	33,95	33,45	38,00
Bolívia	33,28	34,06	31,89	33,83	37,45	37,53	37,58	38,10	36,25	33,92	36,62	37,36	37,42	37,10	29,19
Brasil	11,09	12,98	14,55	14,85	14,11	13,68	13,04	13,97	13,81	18,12	18,41	22,32	23,42	24,69	26,50
Chile	53,12	49,49	48,21	45,71	45,99	48,94	45,31	44,88	43,69	43,66	48,07	52,22	52,95	56,15	61,48
China	30,14	33,95	35,29	32,41	43,70	39,67	35,30	35,98	33,94	36,14	42,19	42,82	48,87	60,27	74,84
Colômbia	30,69	29,44	30,45	33,32	25,39	25,85	24,98	25,22	25,87	25,77	29,54	30,70	30,39	34,12	34,20
Coréia	53,38	51,96	50,33	48,03	49,28	53,18	53,84	58,93	71,15	64,88	72,10	69,06	57,53	71,54	82,19
Equador	42,86	44,67	42,98	38,17	44,80	47,16	46,43	51,70	49,59	54,57	62,11	58,65	47,18	46,34	51,16
Filipinas	47,66	47,69	47,66	54,85	56,08	61,84	65,83	77,12	93,46	90,80	102,4	94,71	94,56	95,24	96,80
Indonésia	41,53	42,92	44,03	41,23	40,73	42,57	40,79	44,09	79,82	51,91	62,83	61,05	48,17	50,08	45,84
Malásia	133,4	144,5	136,3	138,7	159,0	170,7	155,4	157,5	182,4	188,8	200,3	183,8	182,4	175,8	191,7
México	23,52	32,70	33,27	29,84	34,13	54,20	56,97	56,11	58,97	59,25	60,11	54,18	50,89	55,04	63,07
Peru	23,13	21,80	23,11	24,06	25,05	27,59	27,54	28,97	27,50	27,48	29,58	29,09	26,70	28,36	33,18
Cingapura	309,5	291,9	276,4	276,1	285,7	292,2	281,8	272,5	261,0	273,2	293,7	277,6	273,7	297,9	340,1
Tailândia	65,76	67,19	65,64	66,44	69,10	75,72	70,38	79,67	87,10	88,80	107,1	110,1	105,1	108,2	121,4
Uruguai	32,55	28,97	29,13	26,53	26,78	25,81	27,88	29,72	29,41	26,78	28,73	27,43	31,11	39,24	45,86
Venezuela	51,09	49,21	46,77	45,30	43,27	40,20	46,70	40,84	34,44	33,15	39,59	36,00	38,50	43,99	60,58

Tabela A13
Variação da taxa de juros real

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	-	22,93	46,33	8,72	3,05	4,50	-1,07	-0,71	0,16	2,76	-0,04	8,13	-6,85	-13,46	1,14
Bolívia	-	-3,79	7,96	2,69	-2,85	-1,89	-1,85	3,57	-4,83	5,09	-3,74	1,99	0,51	-0,75	-4,96
Brasil	-	-374,7	-40,78	-4,51	387,3	-380,3	-23,27	2,83	7,66	-10,14	-5,15	-1,13	-3,56	5,72	-4,32
Chile	-	-10,94	2,05	2,41	-1,58	1,77	0,55	-0,08	3,76	-4,25	0,11	-2,70	-1,23	-1,34	0,90
China	-	-1,45	-2,74	-4,34	-7,49	5,58	4,30	3,56	1,83	-0,92	-1,61	-0,55	1,26	-2,03	-2,36
Colômbia	-	-0,45	-5,50	2,90	2,75	4,07	-0,89	-3,82	6,94	-2,29	-6,70	1,41	-1,63	-1,83	1,14
Coréia	-	-0,65	2,94	0,05	-1,56	2,05	-1,64	3,65	-0,73	1,65	-1,57	-3,84	0,41	-1,27	-0,48
Equador	-	-1,55	0,02	-4,13	13,97	11,62	-2,96	9,30	17,19	15,18	-37,90	-40,11	16,27	4,14	3,54
Filipinas	-	-5,34	4,97	-2,69	-0,56	-1,61	0,26	3,43	-1,86	-0,82	2,47	-1,35	-0,83	0,50	-1,51
Indonésia	-	3,70	-1,47	-6,83	-0,71	2,98	1,98	4,33	-24,98	16,16	4,21	-4,81	-0,26	0,24	-3,23
Malásia	-	-0,45	0,40	0,41	-2,65	1,59	1,12	1,48	-1,90	-1,67	0,45	0,11	-0,56	0,56	-0,37
México	-	-6,94	4,10	6,03	1,23	-2,77	-11,24	2,99	3,13	-3,90	3,16	0,97	-1,02	-0,17	-0,56
Peru	-	19,60	38,92	4,98	1,91	5,23	-1,37	3,23	1,28	5,06	-3,20	-1,38	-3,78	-2,49	-2,13
Cingapura	-	0,06	-0,64	-0,55	-0,10	1,87	0,21	-0,54	3,48	-3,24	-1,38	0,22	0,79	-1,31	-1,28
Tailândia	-	1,54	-3,05	0,67	-1,96	2,27	-1,28	0,48	-2,30	2,06	-2,75	-0,84	0,54	-1,83	-1,20
Uruguai	-	-6,35	4,93	-1,23	4,02	2,47	2,69	0,21	4,03	4,22	-1,11	2,53	15,53	-24,74	-5,80
Venezuela	-	6,84	5,38	8,27	-24,88	-8,46	-14,18	12,64	22,83	-1,17	1,96	2,59	2,72	-15,99	3,12

Tabela A14
Déficit/Superávit do governo

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	-0,33	-0,53	-0,03	-0,66	-0,73	-0,55	-1,92	-1,49	-1,39	-2,87	-2,40	-3,25	-1,11	0,12	2,11
Bolívia			-2,96	-4,75	-3,26	-2,16	-2,31	-4,28	-4,09	-4,09	-4,46	-7,28	-9,65	-7,33	
Brasil	-5,82	-0,43	-3,74	-9,33	-6,09	-7,15	-5,77	-7,31	-7,75	-5,78	-3,61	-3,57	-4,58	-5,08	-2,67
Chile	0,80	1,46	2,15	1,85	1,53	2,36	2,11	1,79	0,36	-1,35	0,14	-0,24	-0,78	-0,40	2,10
China	-3,96	-3,51	-2,72	-2,04	-2,01	-1,55	-1,27	-1,23	-1,59	-2,46	-3,10	-4,50	-2,94	-2,49	-1,47
Colômbia	-0,68	0,08	-2,81	-0,63	-1,52	-2,30	-3,75	-3,70	-4,94	-5,86	-6,83	-5,92	-5,44	-4,84	-4,32
Coréia	-0,67	-1,61	-0,48	0,59	0,29	0,26	0,10	-1,17	-3,50	-4,23	1,10	1,20	3,30	1,10	
Equador	1,80	1,51	2,37	1,91	0,28	-0,81	-0,42	-1,23	0,29	-0,59	0,56	0,47	0,56	-1,18	-1,57
Filipinas	-3,45	-2,11	-1,18	-1,48	1,07	0,58	0,29	0,06	-1,87	-3,75	-4,06	-4,05	-5,32	-4,65	-3,86
Indonésia	0,38	0,39	-0,39	0,61	0,94	2,22	1,16	-0,67	-2,95	-1,15	0,25	-2,79	-1,46	-1,88	-1,10
Malásia	-2,89	-1,95	-0,82	0,20	2,25	0,84	0,71	2,35	-1,77	-3,15	-5,70	-5,50	-5,60	-5,30	-4,30
México	-2,53	2,92	4,17	0,51	-0,03	-0,53	-0,22	-1,08	-1,44	-1,55	-1,26	-0,73	-1,78	-1,10	-1,03
Peru	-8,12	-2,22	-3,70	-3,65	-3,17	-3,39	-1,45	-0,80	-1,13	-3,15	-2,80	-2,81	-2,15	-1,76	-1,27
Cingapura	9,71	10,17	11,74	13,78	12,13	13,34	14,51	9,61	16,90	10,44	11,34	-0,30	-1,64	6,48	5,61
Tailândia	4,88	4,01	2,54	1,76	2,79	3,22	0,94	-0,32	-2,79	-3,32	-2,25	-2,40	-1,41	0,40	0,10
Uruguai	0,33	0,81	0,57	-0,51	-2,62	-1,20	-1,45	-1,19	-0,78	-3,74	-3,42	-4,67	-6,84	-9,77	
Venezuela	0,04	1,98	-3,10	-2,29	-5,60	-3,61	1,55	2,20	-2,75	-1,60	-1,65	-4,31			

Tabela A15
Dívida externa líquida/Exportações

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	4,67	4,96	4,77	3,88	3,88	4,03	3,92	4,02	4,42	5,12	4,63	5,23	5,44	5,14	
Bolívia	4,42	4,65	5,71	5,59	4,30	4,19	3,72	3,55	4,24	4,35	3,95	2,95	3,40	3,16	
Brasil	3,58	3,57	2,98	2,94	2,65	2,38	2,58	2,78	3,88	4,36	3,75	3,28	3,16	2,55	1,73
Chile	1,57	1,22	0,99	1,12	0,78	0,49	0,75	0,53	1,09	1,18	1,16	1,33	1,42	1,30	0,87
China	0,41	0,23	0,61	0,70	0,39	0,29	0,26	0,02	-0,03	-0,03	-0,09	-0,17	-0,38	-0,49	
Colômbia	1,86	1,47	1,38	1,55	1,66	1,66	1,80	1,92	2,25	2,28	1,92	2,13	1,89	1,75	1,61
Coréia	0,31	0,36	0,35	0,33	0,49	0,42	0,63	0,86	0,66	0,39	0,19	0,05	0,01	0,03	
Equador	4,16	4,05	3,79	4,40	3,46	2,87	2,58	2,53	3,34	3,28	2,59	2,91	3,12	2,66	
Filipinas	3,65	3,32	2,93	2,81	2,51	1,80	1,47	1,54	1,32	1,09	1,20	1,38	1,28	1,37	
Indonésia	2,43	2,41	2,28	2,11	2,39	2,44	2,22	2,24	2,62	2,50	1,87	1,89	1,73	1,59	
Malásia	0,19	0,18	0,07	-0,02	0,08	0,14	0,16	0,33	0,23	0,13	0,13	0,16	0,16	0,16	0,04
México	3,52	2,26	2,02	2,03	2,17	1,87	1,42	1,08	1,08	0,99	0,69	0,64	0,56	0,49	
Peru	5,89	5,49	5,03	5,73	4,28	4,06	3,12	2,73	3,64	3,35	2,89	2,67	2,45	2,24	
Cingapura	-0,45	-0,50	-0,56	-0,58	-0,52	-0,51	-0,54	-0,46	-0,58	1,28	1,01	1,20	1,37		
Tailândia	0,64	0,70	0,66	0,76	0,80	1,13	1,25	1,45	1,39	1,07	0,69	0,53	0,31	0,13	
Uruguai	2,30	2,39	2,39	2,48	2,15	1,97	1,93	1,88	1,98	2,41	2,48	3,20	5,37	4,41	
Venezuela	1,42	1,55	1,99	1,93	1,79	1,58	0,98	0,99	1,50	1,25	0,79	0,98	1,04	0,78	

Tabela A16
Serviço da dívida externa/Exportações

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	0,37	0,34	0,27	0,31	0,25	0,30	0,39	0,50	0,57	0,75	0,71	0,43	0,16	0,38	
Bolívia	0,39	0,35	0,36	0,37	0,29	0,29	0,31	0,30	0,28	0,27	0,37	0,31	0,27	0,21	
Brasil	0,22	0,23	0,20	0,24	0,30	0,36	0,42	0,63	0,79	1,18	0,93	0,75	0,69	0,64	
Chile	0,26	0,23	0,21	0,23	0,19	0,24	0,28	0,17	0,17	0,22	0,25	0,29	0,33	0,31	
China	0,12	0,11	0,10	0,11	0,09	0,10	0,10	0,10	0,09	0,12	0,09	0,08	0,08	0,07	
Colômbia	0,41	0,36	0,39	0,34	0,45	0,31	0,37	0,28	0,30	0,41	0,28	0,35	0,39	0,44	
Coréia	0,11	0,08	0,09	0,11	0,09	0,08	0,10	0,10	0,13	0,25	0,11	0,14	0,12	0,14	
Equador	0,32	0,32	0,26	0,23	0,20	0,25	0,21	0,28	0,30	0,35	0,26	0,29	0,29	0,28	
Filipinas	0,27	0,34	0,42	0,43	0,32	0,16	0,25	0,17	0,11	0,14	0,14	0,22	0,23	0,22	
Indonésia	0,33	0,38	0,36	0,38	0,36	0,30	0,43	0,37	0,32	0,30	0,22	0,24	0,25	0,26	
Malásia	0,13	0,08	0,10	0,10	0,10	0,07	0,11	0,09	0,07	0,05	0,06	0,06	0,07	0,08	
México	0,21	0,23	0,34	0,36	0,26	0,27	0,35	0,32	0,21	0,22	0,30	0,25	0,23	0,21	
Peru	0,11	0,25	0,20	0,58	0,18	0,16	0,34	0,35	0,24	0,28	0,25	0,22	0,33	0,21	
Cingapura	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02		0,01						
Tailândia	0,17	0,17	0,18	0,17	0,17	0,12	0,17	0,20	0,18	0,22	0,16	0,25	0,23	0,16	
Uruguai	0,41	0,33	0,18	0,19	0,15	0,22	0,15	0,15	0,24	0,25	0,29	0,36	0,40	0,26	
Venezuela	0,23	0,18	0,19	0,22	0,19	0,23	0,18	0,32	0,28	0,23	0,16	0,25	0,25	0,30	

Apêndice 2

Gráfico A1
Nível da taxa de câmbio real

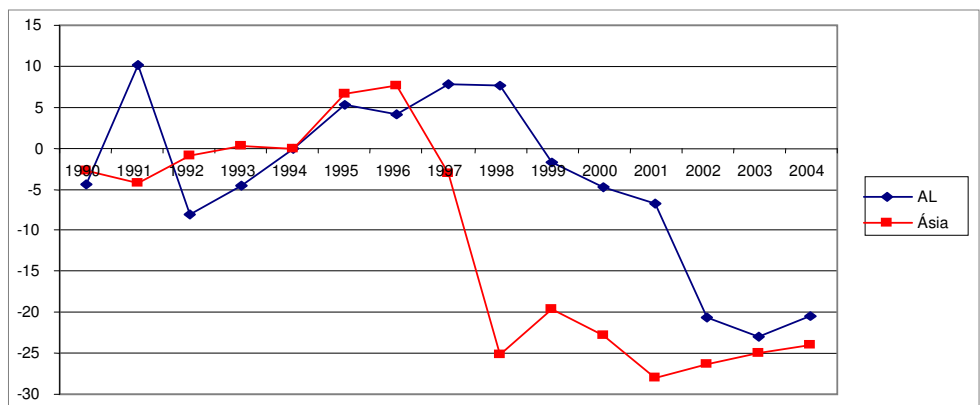


Gráfico A2
Variação da taxa de juros real

