

A macroeconomia da bonança econômica latino-americana

José Antonio Ocampo

Este ensaio argumenta que o auge recente das economias latino-americanas é explicado pela coincidência de dois fatores externos que não ocorriam simultaneamente desde os anos 1970: bons preços de matérias-primas (de hidrocarbonetos e produtos minerais, mais que agrícolas) e condições de financiamento externo excepcionais. Neste último caso, a característica que se destaca é a entrada maciça de capital durante dois períodos de “exuberância” nos mercados financeiros internacionais (entre meados de 2004 e abril de 2006, e entre meados de 2006 e meados de 2007), particularmente no segundo. Assinala, também, a importância de generalizar e consolidar as duas grandes inovações da política macroeconômica latino-americana dos últimos anos, que se complementam entre si: o manejo fiscal anticíclico (concentrado ainda em poucos países) e a intervenção ativa nos mercados cambiais. Esta última deve evoluir para reconhecer que a taxa de câmbio real deve ser um objetivo explícito da política macroeconômica.

José Antonio Ocampo
Professor da Universidade de
Columbia,
Ex-Secretário Executivo da CEPAL
✉ jao2128@columbia.edu

I

Introdução

Em 2007, a América Latina completará o quarto ano consecutivo de rápido crescimento (CEPAL, 2007a). Este é o período de mais forte expansão econômica da região desde o longo auge do pós-guerra, que culminou com a crise da dívida (em alguns países uns anos antes). Esta conjuntura ocorre, ademais, a quase um quarto de século do desempenho insatisfatório marcado pela “década perdida” dos anos 1980 e pela “meia década perdida” de 1998-2002 e um período de desempenho medíocre entre ambas. A conjuntura atual se caracteriza, também, pela conjunção do crescimento rápido com um forte superávit em conta corrente, fato excepcional na história econômica latino-americana, assim como por uma melhoria dos indicadores relativos ao mercado de trabalho, pobreza e distribuição da renda. Também há uma

política mais expressa de intervenção nos mercados cambiais e aumento dos ativos externos dos países, e alguma correção da tendência a adotar políticas macroeconômicas pró-cíclicas. Todavia, neste último caso os avanços se concentram ainda em poucos países.

Este ensaio analisa a conjuntura macroeconômica atual, buscando entender suas especificidades. Depois de examinar os principais resultados macroeconômicos e sua relação com a conjuntura internacional (seção II), explora mais detidamente os efeitos dos movimentos conjunturais dos mercados financeiros internacionais (seção III), analisa a evolução das políticas macroeconômicas das sete maiores economias da região (seção IV) e termina com algumas breves conclusões (seção V).

II

A conjuntura atual e o contexto internacional

Nos últimos anos, a América Latina regressou por fim aos ritmos de crescimento econômico da década de 1970. Como o desempenho das duas maiores economias latino-americanas (Brasil e México) agora é menos satisfatório que naquela época, os indicadores são ainda melhores quando comparamos as médias simples do crescimento do PIB dos países da região. Nesse caso, a conjuntura atual supera a dos anos 1970. E como o ritmo de crescimento da população diminuiu notavelmente, os resultados se destacam ainda mais quando estimados em termos do aumento da produção por habitante.

A explicação deste resultado deve ser procurada basicamente nas condições excepcionais da economia

internacional nos últimos anos¹. Embora, como veremos mais adiante, alguns elementos do manejo macroeconômico tenham sido mais eficazes que no passado, este fato não contribui necessariamente ao crescimento de curto prazo. É até possível que as políticas macroeconômicas anticíclicas que os países latino-americanos começaram a adotar, de maneira demasiadamente desigual, sacrifiquem a expansão da demanda atual para fortalecer a capacidade das economias de manejar melhor conjunturas adversas posteriores. Tampouco podemos atribuir o melhor desempenho às reformas econômicas, cujos efeitos sobre a estrutura produtiva e o crescimento econômico foram amplamente debatidos e podem ter sido mais negativos que positivos². Contudo, numa perspectiva schumpeteriana de “criação destrutiva”,

□ Uma versão deste trabalho foi apresentada no 4º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas em 17 de setembro de 2007. O autor agradece a Rudy Loo-Kung, Julio Marichal, Mariangela Parra, Helvia Velloso e Jürgen Weller pela informação estatística necessária. Os intercâmbios de opiniões com Guillermo Calvo e Osvaldo Kacef foram úteis para depurar algumas ideias do ensaio.

¹ Veja a respeito o ensaio recente de Izquierdo, Romero e Talvi (2007).

² Para uma avaliação ambivalente, sob uma perspectiva mais favorável às reformas, veja Kuczynski e Williamson (2003). Uma avaliação mais crítica encontra-se em Ocampo (2004).

talvez possamos dizer que a fase de destruição de capacidades produtivas gerada pelas reformas já se completou, com o que doravante deveriam prevalecer os fatores que favorecem a criação de novas capacidades exportadoras. Porém, a ausência ou debilidade das políticas de desenvolvimento produtivo continua sendo uma das principais falências da política econômica da região.

Portanto, o auge atual deve-se basicamente à coincidência de dois fatores favoráveis de origem externa que não ocorriam simultaneamente desde os anos 1970: bons preços das matérias-primas e excepcionais condições de financiamento externo. A história econômica da América Latina mostra que tal combinação conduz inequivocamente a um rápido crescimento econômico. Contudo, na conjuntura atual os mecanismos de transmissão são um pouco diferentes em matéria de financiamento externo, sobretudo porque os governos usaram esse financiamento com muito mais cautela.

A estes dois fatores favoráveis devemos acrescentar um terceiro: as vultosas remessas dos migrantes latino-americanos a seus países de origem. Este elemento tem pesado muito nas economias geograficamente mais próximas dos Estados Unidos e, o que é curioso, teve particular importância na maioria das economias pequenas, que viram seus termos de troca deteriorarem-se em anos recentes devido aos altos preços do petróleo. De resto, o auge do comércio internacional facilitou o crescimento das exportações de manufaturas e serviços, das quais depende cada vez mais a região, especialmente as economias do México, América Central e Caribe.

Cabe acrescentar que a conjuntura externa é também excepcional em outro sentido: este é o primeiro período da história econômica mundial no qual o PIB por habitante dos países em desenvolvimento cresce muito mais que o do mundo industrializado – quer dizer, rompeu-se a tendência divergente dos níveis de desenvolvimento dos dois conjuntos de países que caracterizou a história econômica mundial (Nações Unidas, 2006). Contudo, ainda é demasiado cedo para falar de uma verdadeira convergência de longo prazo desses níveis, exceto no caso de algumas economias asiáticas. De resto, o auge atual abrange todas as regiões do mundo em desenvolvimento e entre elas a América Latina é a que mostra o desempenho menos favorável (Nações Unidas, 2007).

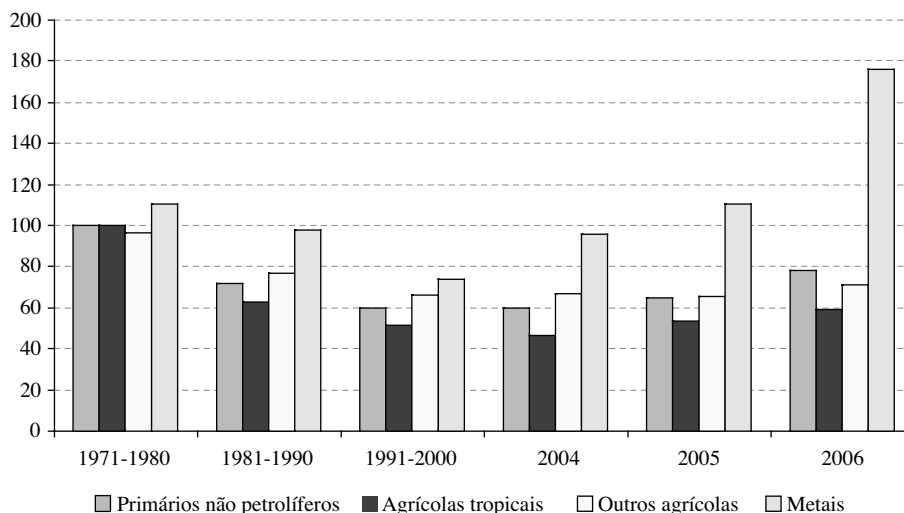
Os fatores que determinaram este desempenho excepcional são conhecidos. Os altos preços das matérias-primas obedecem sobretudo ao fato de que a

economia chinesa depende fortemente das importações de produtos básicos. As condições excepcionais de financiamento refletem, por sua vez, um conjunto amplo de fatores: i) a tolerância a baixas taxas de juros por parte das autoridades monetárias das principais economias do mundo, dado o baixo nível de inflação mundial; ii) as importantes inovações financeiras que, unidas à busca de maiores rendimentos, multiplicaram a demanda e liquidez de títulos financeiros de maior risco; iii) a consequente e acentuada redução dos ágios por risco destes títulos; iv) a forte acumulação de reservas internacionais dos países em desenvolvimento, devida tanto à poupança de excedentes excepcionais de divisas como à demanda de “auto-seguro” gerada a partir da crise asiática, ao comprovar-se que não existe um mecanismo internacional para manejar as crises causadas por interrupções bruscas do financiamento externo. Algumas destas condições, em particular a segunda, estão mudando. O aumento das remessas, por sua vez, reflete os crescentes movimentos de mão de obra da América Latina para os países industrializados, tanto regulares como irregulares, impulsionados em parte pela limitada geração de emprego na região durante a “meia década perdida”.

O gráfico 1 mostra o aumento dos preços de matérias-primas num prazo longo, tomando como base o período 1945-1980. Como se pode observar, este processo é muito menos excepcional do que se costuma pensar. Na realidade, ainda não se inverteu a queda dos preços reais das matérias-primas não petrolíferas experimentada durante as décadas de 1980 e 1990. Ademais, o processo é muito desigual, já que beneficiou mais os produtos minerais que os agrícolas. Em termos reais (ajustados por um índice de preços de manufaturas), em 2006 os preços dos metais estavam 76% acima da média de 1945-1980, nível extraordinário que somente foi superado em alguns anos no início do século XX. Por outro lado, em 2006 os preços dos produtos agrícolas tropicais e de clima temperado estavam 41% e 29%, respectivamente, abaixo dos níveis de 1945-1980; contudo, alguns desses preços aumentaram em 2007, impulsionados pela bonança dos biocombustíveis. Ao auge dos produtos minerais deve-se acrescentar o do petróleo e gás, embora o preço do petróleo apenas recentemente tenha chegado aos níveis reais dos anos 1970. Portanto, a bonança recente dos preços das matérias-primas tem a ver mais com os hidrocarbonetos e produtos minerais que com os agrícolas. Ainda é muito cedo para falar de melhorias de longo prazo nos preços reais das matérias-primas, que romperiam a tendência à deterioração dos preços

GRÁFICO 1

Índice de preços reais de produtos básicos
(1945-1980=100)



Fonte: dados originais de Ocampo e Parra (2003), atualizados com informação por produto da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).

dos produtos básicos não petrolíferos observada ao longo do século XX (Ocampo e Parra, 2003).

Entre os fatores que favoreceram o saldo em conta corrente dos países latino-americanos nos últimos anos, o elemento dominante foi a melhoria dos termos de troca, que para o conjunto da região equivaleu entre 2003 e 2006 a 3,4% do produto interno bruto (PIB) (quadro 1). Uma parte desta melhoria foi subtraída automaticamente através das remessas de lucros das empresas estrangeiras ativas no setor da mineração. Embora este efeito tenha sido importante em alguns países, para o conjunto da região o saldo da renda dos fatores mostra uma evolução marginalmente positiva, associada à diminuição nos montantes relativos dos pagamentos líquidos de fatores produtivos e custo da dívida externa. Por sua vez, as remessas dos migrantes, que entre 2000 e 2003 contribuíram com 0,9% do PIB para melhorar o balanço de pagamentos, não fizeram uma contribuição adicional importante nos últimos anos, embora continuem sendo uma das principais fontes de recursos para algumas economias pequenas da região.

Na realidade, em termos líquidos, a contribuição mais importante ao balanço de pagamentos depois da melhoria nos termos de troca foi o maior dinamismo dos fluxos financeiros para a região, que reflete, uma vez mais, seu caráter claramente pró-cíclico. Esta tendência contrasta, ademais, com a exibida pelo

investimento estrangeiro direto líquido, que acusa o duplo efeito de menores investimentos na América Latina e expansão de empresas latino-americanas no exterior.

A importância relativa dos fluxos financeiros, por um lado, e da melhoria dos termos de troca, por outro, pode ser observada melhor quando se exclui a República Bolivariana da Venezuela, o país que mostra os maiores ganhos nos termos de troca e cuja conta de capital mostra um padrão dominado pelo capital oficial. Com efeito, segundo mostra o quadro 1, quando se exclui a economia venezuelana, o ganho nos termos de troca entre 2003 e 2006 se reduz a 2,5 pontos do PIB e o dos fluxos financeiros se eleva a 1,7 ponto. A importância do financiamento externo foi particularmente acentuada durante as fases de “exuberância” dos mercados financeiros internacionais, como veremos na seção III deste ensaio.

A grande novidade da conjuntura atual é a capacidade de crescer com rapidez, gerando ao mesmo tempo um superávit em conta corrente e, portanto, uma transferência líquida de recursos ao exterior. Esta combinação, que é uma característica das economias dinâmicas do leste da Ásia, não tem precedentes na história da região. Como mostra o gráfico 2, a situação mais parecida foi a que ocorreu nas décadas de 1950 e 1960, quando a América Latina cresceu com pequenos superávits em conta

QUADRO 1

América Latina e Caribe: fatores determinantes do melhoramento do balanço de pagamentos

(Porcentagens do produto interno bruto em dólares correntes)

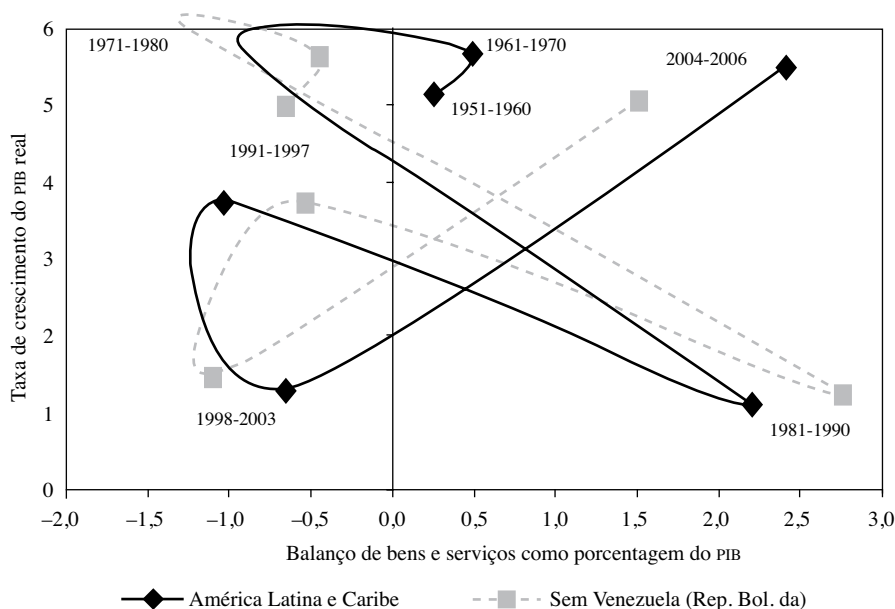
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000 em relação a 1998	2003 em relação a 2000	2006 em relação a 2003
A. Total América Latina e Caribe												
Saldo em conta corrente	-4,4	-3,0	-2,4	-2,8	-1,0	0,4	1,0	1,4	1,6	2,0	2,8	1,2
Efeito relações de troca	-1,3	-1,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,3	0,8	1,8	3,0	1,3	-0,3	3,4
Descontado o efeito relações de troca	-3,0	-2,1	-2,4	-2,1	-0,2	0,7	0,2	-0,4	-1,4	0,6	3,1	-2,2
Investimento estrangeiro direto	3,0	4,4	3,6	3,4	2,7	2,1	2,3	2,1	1,1	0,5	-1,5	-1,0
Capital financeiro	0,4	-2,1	-0,4	-1,5	-3,2	-1,9	-2,6	-1,2	-0,6	-0,8	-1,5	1,3
Balança global	-0,9	-0,7	0,8	-0,8	-1,5	0,6	0,7	2,3	2,1	1,7	-0,2	1,5
Memo: Transferências	0,9	1,1	1,1	1,4	1,7	2,0	2,1	2,0	2,1	0,2	0,9	0,0
B. Excluindo Venezuela (Rep. Bol. da)												
Saldo em conta corrente	-4,4	-3,3	-3,2	-3,1	-1,5	-0,2	0,3	0,4	0,7	1,2	2,9	0,9
Efeito relações de troca	-0,5	-0,4	0,0	-0,4	-0,5	-0,3	0,6	1,1	2,2	0,5	-0,3	2,5
Descontado o efeito relações de troca	-3,8	-2,9	-3,2	-2,6	-0,9	0,1	-0,3	-0,7	-1,4	0,6	3,2	-1,5
Investimento estrangeiro direto	3,0	4,6	3,6	3,5	2,9	2,1	2,4	2,1	1,2	0,6	-1,4	-0,9
Capital financeiro	0,6	-2,0	0,1	-1,2	-2,7	-1,6	-2,1	-0,3	0,1	-0,5	-1,7	1,7
Balança global	-0,8	-0,8	0,5	-0,7	-1,3	0,3	0,6	2,3	2,1	1,3	-0,2	1,8

Fonte: cálculos do autor baseados em estatísticas da CEPAL.

GRÁFICO 2

América Latina e Caribe: Relação entre o balanço de bens e serviços e o crescimento econômico

(Porcentagens)



Fonte: cálculos do autor baseados em estatísticas da CEPAL.

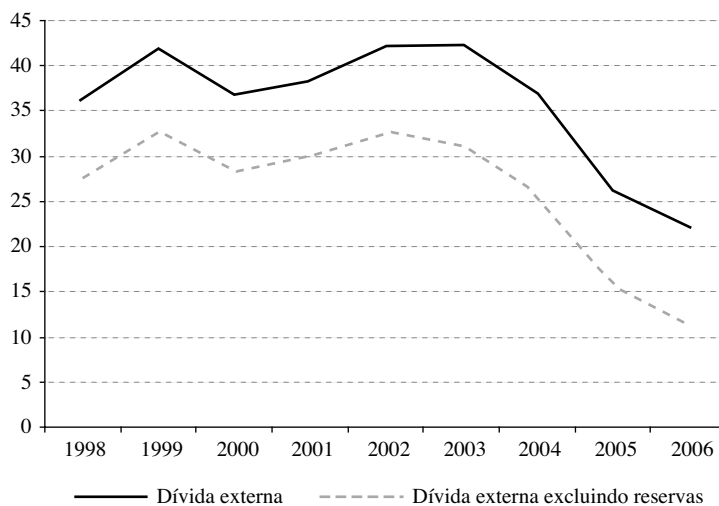
corrente (ou com pequenos déficits, se excluirmos a República Bolivariana da Venezuela). Nos anos 1970 a região continuou crescendo a um ritmo rápido, mas passou a depender da transferência líquida de recursos do exterior, e o mesmo aconteceu ao reiniciar o crescimento econômico, mas num ritmo mais lento, no período 1990-1997. Como bem sabemos, dada a grande volatilidade dos fluxos financeiros, o fato de depender de recursos externos para o crescimento foi contraproducente em ambos os casos.

Significa isso que estamos à beira de uma transição para um crescimento econômico de longo prazo com superávit em conta corrente, similar ao de muitas economias mais bem-sucedidas do leste da Ásia? A resposta infelizmente é negativa. O resultado mais importante da conjuntura atual é a melhoria na situação de endividamento externo da região (gráfico 3, seção A). Este fato, unido aos processos de redução da dívida que ocorreram nos últimos anos, implica que o espectro do alto endividamento externo pesará

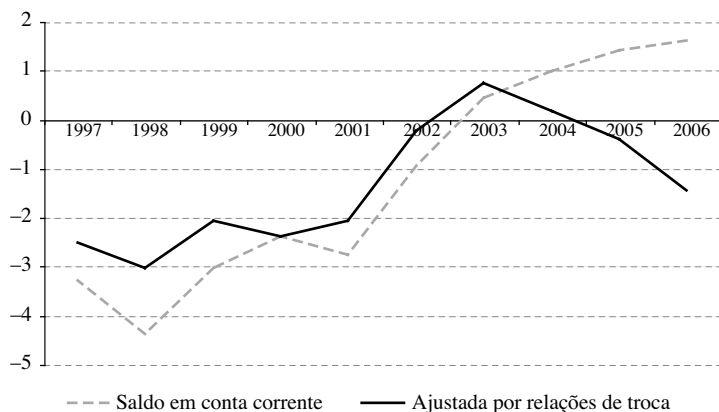
GRÁFICO 3

América Latina: evolução da dívida externa e da conta corrente

A. Dívida externa como porcentagem do PIB



B. Conta corrente, sem e com ajuste por relações de troca



Fonte: cálculos do autor baseados em estatísticas da CEPAL (2007a).

menos no futuro ou, para ser mais preciso, pesará num conjunto menor de países.

Por outro lado, o superávit em conta corrente tem duas importantes características que matizam seu impacto positivo. Em primeiro lugar, está concentrado em sete países, cinco deles petrolíferos ou mineiros (Bolívia, Chile, Equador, Peru e a República Bolivariana da Venezuela) e dois com estruturas exportadoras mais diversificadas (Argentina e Brasil). Destes últimos, o Brasil poderia evoluir para uma conta corrente deficitária num futuro próximo. Em segundo lugar, ajustada pela melhoria nos termos de troca, a conta corrente mostra desde 2005 saldos negativos e um rápido ritmo de deterioração, o que significa que em 2007 haverá déficits muito similares aos de 2000-2001 (gráfico 3B). A conjunção destes dois fatores indica que o superávit em conta corrente depende fortemente da bonança dos preços internacionais dos hidrocarbonetos e dos produtos minerais. Portanto, a tendência à melhoria da conta corrente deve ser encarada com a cautela recomendada por Calvo e Talvi (2007), mais que com o otimismo com que foi

vista por muitos observadores. De fato, os cálculos desses autores são muito mais desfavoráveis que os mostrados no gráfico 3, seção B³.

A análise precedente indica, portanto, que é pouco provável que a situação de crescimento rápido com forte superávit em conta corrente se mantenha no futuro e que o balanço de pagamentos da região depende em grande medida de uma conjuntura excepcional de preços internacionais de hidrocarbonetos e produtos minerais. Embora não se possa descartar a possibilidade de manutenção desta última situação se a economia chinesa continuar seu processo de expansão acelerada, a história econômica da região ensina que é arriscado supor que os elevados preços das matérias-primas serão permanentes. Além disso, o forte tremor que os mercados financeiros internacionais sofreram no terceiro trimestre de 2007 indica que esta outra fonte do auge atual —as condições excepcionais do financiamento externo— pode também debilitar-se mais adiante. A isso acrescenta-se, evidentemente, a incerteza que isso provocou acerca do crescimento econômico mundial, em especial o dos Estados Unidos.

III

Os efeitos dos movimentos financeiros internacionais

Embora os preços das matérias-primas tenham desempenhado recentemente um papel decisivo na dinâmica macroeconômica latino-americana, os mercados financeiros internacionais também tiveram um papel importante. A natureza dos fluxos financeiros mudou e, portanto, mudaram os mecanismos de transmissão. De fato, cada auge tem características próprias: nos anos 1970 os fluxos provinham fundamentalmente de créditos concedidos por grupos de bancos (“créditos consorciados”), mas nos anos 1990 tiveram origem principalmente em emissões internacionais de títulos.

A natureza dos fluxos financeiros recentes pode ser observada melhor no balanço que figura no quadro 2. Este quadro, que inclui as sete maiores economias latino-americanas, permite observar duas mudanças notórias. A primeira é o aumento dos ativos, particularmente das reservas internacionais, mas também dos investimentos no exterior diretos e

de carteira, que em todos os casos cresceram ainda mais que o PIB em dólares correntes destas sete economias (que aumentou 65% entre 2003 e 2006). A segunda é a forte variação na composição dos passivos, essencialmente guiada pela redução do endividamento e o auge dos passivos de carteira de caráter acionário. Estes últimos incluem investimentos nos países da região realizados por fundos de investimento internacionais, que vão tanto aos mercados de ações como de títulos locais. Portanto, a contrapartida deste processo de mudança nos ativos e passivos foi o auge tanto dos mercados internos de títulos (quadro 2) como dos mercados acionários.

Há dois elementos adicionais deste balanço que vale a pena destacar. Por um lado, os passivos líquidos com o exterior diminuíram notavelmente:

³ Veja também CEPAL (2006, pp. 20-21).

QUADRO 2

América Latina (sete economias de maior tamanho)^a: balanço externo
(Porcentagens do produto interno bruto a preços correntes)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ativos						
Total ^b	27,6	31,1	33,4	33,1	32,8	34,3
Investimento direto no exterior	6,0	7,3	7,3	7,5	7,3	8,0
Ativos de carteira	2,2	2,5	3,3	3,4	3,6	4,2
Derivados	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Outros investimentos	12,6	13,9	14,0	13,2	11,9	11,5
Reservas internacionais ^b	6,8	7,5	8,7	8,9	9,9	10,6
Passivos						
Total ^a	64,9	68,5	73,6	69,6	64,1	63,8
Investimento estrangeiro direto	25,5	26,7	29,9	29,4	27,9	27,1
Passivos de carteira	20,6	21,0	24,2	24,0	23,7	25,2
Ações	5,7	5,1	7,5	8,8	10,9	13,7
Dívida	14,8	15,9	16,6	15,2	12,8	11,5
Derivados	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Outros investimentos ^b	18,8	20,7	19,5	16,1	12,4	11,3
Ativos - passivos	-37,3	-37,4	-40,2	-36,6	-31,4	-29,6
Investimento direto	-19,5	-19,4	-22,6	-21,9	-20,6	-19,1
Financeiros	-17,8	-17,9	-17,6	-14,7	-10,8	-10,5
Reservas como % da dívida	20,3	20,4	24,0	28,3	39,1	46,5
Reservas como % de passivos de carteira	33,1	35,5	35,9	37,0	41,6	42,1
Mercado interno de títulos como % do PIB	33,6	32,6	40,3	40,6	46,0	51,8
Ativos - Passivos financeiros						
Argentina	-0,3	19,8	20,1	22,0	29,5	26,2
Brasil	-34,9	-36,4	-35,2	-31,0	-24,1	-24,3
Chile	-3,2	-1,5	3,9	13,5	17,2	27,7
Colômbia	-15,6	-15,6	-16,8	-11,8	-6,1	-3,7
México	-19,3	-18,3	-20,4	-20,4	-21,3	-23,8
Peru	-29,4	-27,7	-26,4	-21,3	-14,4	-7,5
Venezuela (Rep. Bol. da)	23,9	35,9	48,7	44,6	49,5	51,6
Reservas como % de passivos de carteira						
Argentina	2,2	-14,2	1,7	19,6	67,6	72,8
Brasil	18,1	13,1	13,6	15,7	23,1	28,6
Chile	142,4	145,8	108,3	98,9	93,3	98,3
Colômbia	78,8	88,1	84,2	91,8	102,7	96,8
México	30,8	41,6	42,7	39,0	35,8	30,0
Peru	131,1	125,4	105,2	114,4	91,7	98,2
Venezuela (Rep. Bol. da)	113,5	93,8	111,4	109,4	123,9	161,7

Fonte: estimativas do autor baseadas nas Estatísticas financeiras internacionais do FMI. PIB em dólares correntes segundo dados da CEPAL. Mercado interno de títulos segundo dados do Banco de Pagamentos Internacionais.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e República Bolivariana da Venezuela.

^b Subtrai-se destas contas o valor dos passivos com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

cerca de dez pontos percentuais do PIB entre 2003 e 2006, concentrados em sua maioria na posição financeira. Esta é também uma característica de seis das sete maiores economias latino-americanas (a exceção é o México). Três delas (Argentina, Chile e República Bolivariana da Venezuela) têm agora uma

posição financeira líquida positiva. Por outro lado, a acumulação de reservas se mostra extremamente sólida quando comparada com os passivos de dívida, mas muito menos se o ponto de referência for a totalidade dos passivos de carteira. Uma forma de vê-lo, que se tornará muito mais clara posteriormente, é que

a acumulação de reservas tem como contrapartida um aumento dos passivos de carteira. De fato, nos dois maiores países da região, as reservas somente cobrem uma proporção relativamente pequena dos passivos de carteira e em três (sobretudo no México, mas também no Chile e Peru, embora sobre uma posição muito mais sólida), as reservas aumentaram menos que esses passivos.

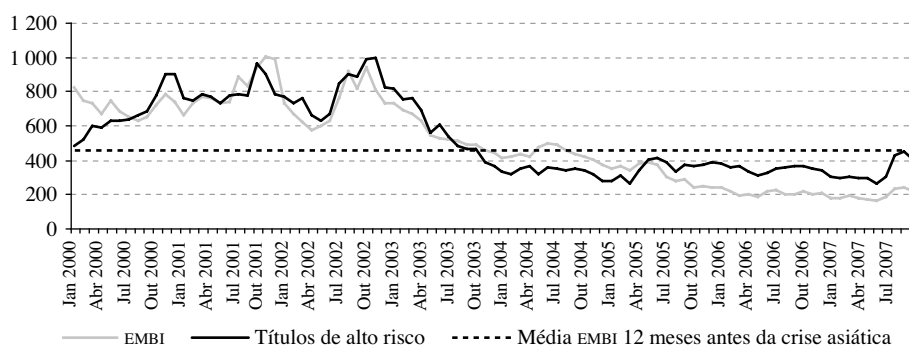
O gráfico 4, seção A, mostra como é excepcional a conjuntura financeira internacional recente. Desde o último trimestre de 2002 as margens de risco dos mercados emergentes experimentaram uma queda notória, alcançando a partir do segundo semestre

de 2004 níveis sistematicamente inferiores ao do ano anterior à crise asiática e montantes inferiores aos dos títulos de alto risco do mercado dos Estados Unidos desde meados de 2005. A América Latina ficou um pouco defasada nesse processo, mas desde meados de 2004 exibe uma melhoria superior à média. Assim, o segundo semestre de 2004 parece marcar o início da “exuberância” nos mercados financeiros internacionais — para utilizar o conceito cunhado pelo ex-presidente da Reserva Federal dos Estados Unidos, Alan Greenspan — em relação aos países em desenvolvimento. Como indica o quadro 3, se tomarmos esse período como o ponto de partida da bonança financeira recente, as margens

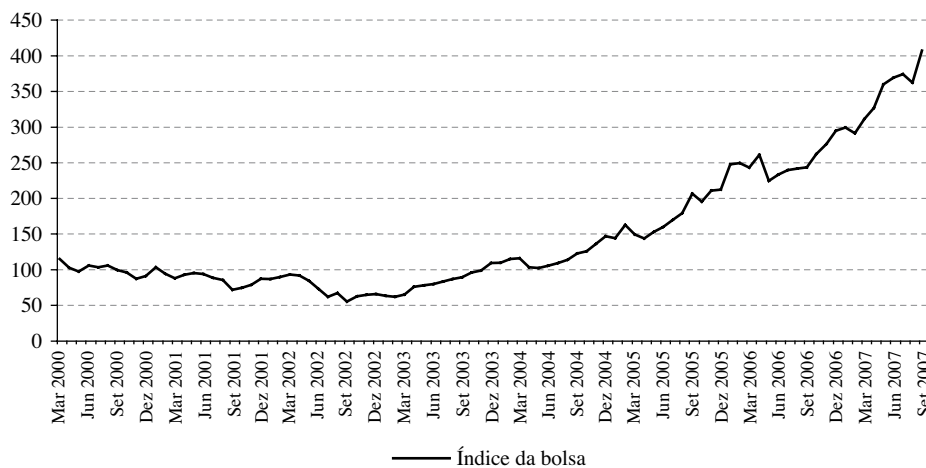
GRÁFICO 4

América Latina: margens de risco e evolução da bolsa

A. Margens de risco de países emergentes e títulos de alto risco dos Estados Unidos
(centésimos de ponto percentual)



B. Índice em dólares das bolsas latino-americanas
(julho 2003-junho 2004=100)



Fonte: JP Morgan Chase para margens de risco; Morgan Stanley para os índices da bolsa.

QUADRO 3

**América Latina (sete economias de maior tamanho):
variações nas margens de risco e variações nas bolsas de valores**

	América Latina	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	Venezuela (Rep. Bol. da)	EMBI latino-americano	3 meses	Taxas de juros dos EUA 1 ano	10 anos
A. EMBI global ^a (variação em centésimos de ponto percentual)												
Jul 04-abr 06	-362	-4 680	-375	-2	-278	-66	-219	-417	-147	323	277	57
Abr-jun 06	37	71	37	5	82	19	-3	59	41	22	31	5
Jun-dez 06	-51	-169	-62	1	-78	-39	-84	-43	-39	2	-21	-41
Dez 06-jun 07	16	109	-30	-1	-42	-4	-1	171	1	-21	-9	32
Jun-ago 07	53	125	35	24	78	20	49	125	53	-77	-72	-49
Abr 06- ago 07	55	136	-20	29	40	-4	-39	312	56	-74	-71	-53
Jul 04-ago 07	-307	-4 544	-395	27	-238	-70	-258	-105	-91	249	206	4
B. Bolsas de valores (variação percentual em dólares)												
Jul 00-jul 04	5,7	-42,4	-13,4	22,9	188,1	22,1	99,5	7,0				
Jul 04-abr 06	140,9	222,3	176,1	63,8	277,5	113,2	82,3	21,0				
Abr-jun 06	-10,7	-12,9	-11,2	-8,9	-30,2	-9,4	-3,1	-3,3				
Jun-dez 06	26,5	24,7	21,1	27,6	39,1	36,5	23,5	15,9				
Dez 06-jun 07	25,3	3,4	29,6	26,7	9,9	18,5	62,3	2,6				
Jun-ago 07	-5,8	-4,5	-4,9	-6,1	-6,7	-8,2	1,2	-1,8				
Abr 06-ago 07	33,4	7,2	32,5	38,4	-0,6	34,6	96,4	12,8				
Jul 04-ago 07	221,5	245,6	265,9	126,7	275,4	187,0	257,9	36,5				

Fonte: margens segundo JP Morgan Chase; índice das bolsas segundo Morgan Stanley, taxas de juros dos Estados Unidos segundo dados da Reserva Federal.

^a EMBI: Emerging Markets Bond Index (Índice de títulos de mercados emergentes).

de risco-país das sete economias de maior tamanho da região experimentaram uma redução apreciável na maioria dos casos e somente moderada nos dois países que já eram considerados de baixo risco antes deste auge (Chile e México).

A redução nas margens superou com folga o aumento das taxas de juros de referência de longo prazo — as dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos. Na realidade, as taxas de juros de longo prazo desses títulos aumentaram muito moderadamente desde que a Reserva Federal começou a elevar suas taxas em setembro de 2004. Desta maneira, o custo do financiamento externo de longo prazo caiu quase na mesma medida que as margens de risco-país. Por sua vez, a diminuição nas margens de risco foi apenas similar, em média, ao aumento das taxas de juros de mais curto prazo nos EUA, motivo pelo qual neste caso o efeito líquido foi mais diverso: enquanto a redução das margens de risco-país tendeu a prevalecer no Brasil, Colômbia e Peru, as baixas margens iniciais

implicaram que Chile e México enfrentaram uma pressão altista das taxas de juros de paridade de curto prazo (quadro 3)⁴.

A exuberância nos mercados financeiros transmitiu-se às economias latino-americanas por três vias diferentes. Em primeiro lugar, houve pressão direta para baixar as taxas de juros internas, gerada pela redução das margens de risco-país. Em segundo lugar, de maneira às vezes complementar, a pressão refletiu-se nas taxas de câmbio. O crescente investimento estrangeiro nos mercados de ações e títulos em moeda nacional criou, assim, um vínculo crescente entre os mercados externos e internos, que pode afetar tanto as taxas de juros como as taxas de

⁴ No quadro 3 se fez o corte em agosto de 2007; portanto, esse quadro exclui os fenômenos posteriores às reduções das taxas de juros da Reserva Federal; a partir de meados de setembro, estas deram lugar a um novo auge cuja duração e intensidade não estavam ainda evidentes quando se terminou de escrever este ensaio.

câmbio, e os mercados de derivados podem multiplicar estes efeitos. Em terceiro lugar, a acentuada inclinação a correr riscos (*risk appetite*) que caracterizou esta conjuntura refletiu-se em investimentos nos mercados de capital internos dos países da região, que geraram uma inflação dos ativos nos mercados acionários. Como indica o gráfico 4, seção B, o início do grande auge das bolsas de valores latino-americanas coincidiu com o momento em que começaram a diminuir rapidamente as margens de risco-país na região.

Os dois períodos de turbulência que os mercados financeiros internacionais experimentaram nos últimos anos deixaram também uma marca clara nesta dinâmica. O primeiro, em abril e maio de 2006, teve sua origem nos mercados emergentes (especialmente na China), enquanto o de fins de julho e começo de agosto de 2007 teve seu epicentro nos Estados Unidos. Em ambos os casos o contágio afetou as economias latino-americanas. Isto reflete-se particularmente na alta correlação entre a margem de risco médio dos mercados emergentes e as taxas de câmbio das sete maiores economias da região nos dois períodos de turbulência (com exceção do Peru em ambos os períodos e parcialmente do Chile no mais recente); dessa correlação se exclui a República Bolivariana da Venezuela, que desde 2005 tem uma taxa de câmbio fixa (quadro 4).

Entre os países maiores da região, o mais afetado em termos de risco-país durante a primeira fase de turbulência foi a Colômbia, seguida da Argentina.

Contudo, a volatilidade da taxa de câmbio teve efeitos maiores no Brasil e Colômbia⁵. Todas as bolsas de valores experimentaram uma queda das cotações. O efeito conjunto da redução nos preços das ações e depreciação do peso foi muito acentuado na Colômbia, cuja bolsa de valores caiu 30%, se avaliarmos os preços das ações em dólares (quadro 3). Em retrospectiva, a manutenção de uma forte inclinação ao risco nos mercados internacionais transformou esta ruptura financeira em apenas uma pequena perturbação dentro da tendência ascendente das bolsas de valores (gráfico 4, seção B). As margens de risco já se haviam normalizado no fim do ano e a tendência à redução das margens se tornou perceptível de novo no primeiro semestre de 2007, salvo nos casos da Argentina e República Bolivariana da Venezuela. Começou-se a perceber nestes dois países um risco que talvez possa ser definido mais apropriadamente, na terminologia dos mercados, como “político” (o Equador, que não aparece no quadro, já havia experimentado algo similar em 2006).

A “fuga para a qualidade” que caracterizou a crise de julho-agosto de 2007 teve um impacto maior sobre os títulos de alto risco do mercado dos EUA que

⁵ No caso da Colômbia, a alta volatilidade recente da taxa de câmbio (a maior entre as economias latino-americanas) contrasta com a da primeira metade da década atual, quando a volatilidade foi normal para os padrões internacionais. Veja, a respeito, Banco da República (2007).

QUADRO 4

América Latina (sete economias de maior tamanho): Volatilidade das margens de risco e taxas de câmbio durante dois períodos de turbulência

	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	Venezuela (Rep.Bol. da)	EMBI+ ^a
Volatilidade das margens ^b								
Maio-julho 2006	26,2	19,6	3,6	27,7	14,7	10,1	20,9	16,4
Julho-setembro 2007	60,6	21,9	14,5	31,6	15,0	23,5	64,6	25,0
Volatilidade da taxa de câmbio ^c								
Maio-julho 2006	0,56%	3,24%	2,11%	3,12%	1,81%	0,57%	2,24%	
Julho-setembro 2007	0,78%	2,95%	0,91%	4,51%	1,21%	0,57%		
Correlação entre a taxa de câmbio e o EMBI+								
Maio-julho 2006	0,789	0,832	0,796	0,885	0,755	-0,388	0,477	
Julho-setembro 2007	0,818	0,658	0,364	0,789	0,930	0,059		

Fonte: estimado com base em informação de J.P Morgan Chase.

^a EMBI+: índice de títulos de alto risco de mercados emergentes.

^b Desvio padrão, expressado em centésimos de ponto percentual.

^c Coeficiente de variação (desvio padrão expressado como % da média).

sobre os mercados emergentes (gráfico 4, seção A).⁶ De fato, nesta ocasião o principal mecanismo de contágio foi a liquidação de posições dos investidores nos mercados emergentes para cobrir as perdas ou as necessidades de liquidez no mercado dos Estados Unidos e de outros países industrializados. Entre as maiores nações latino-americanas, Argentina, Colômbia e República Bolivariana da Venezuela foram as mais afetadas pelos aumentos das margens de risco, e novamente o Brasil e a Colômbia pela volatilidade da taxa de câmbio. O Chile e o México foram, com a Colômbia, os que acusaram maior impacto sobre as bolsas de valores (quadro 3). Um fato interessante de uma crise que tem seu epicentro no mercado dos Estados Unidos é que a “fuga para a qualidade” reflete-se no aumento dos preços dos títulos do Tesouro, com o que as taxas de juros de todos os prazos tendem a diminuir; isso foi reforçado nas de mais curto prazo pela decisão da Reserva Federal de reduzir a taxa de redesconto em 17 de agosto e a taxa básica de intervenção em 18 de setembro. De fato, esta redução das taxas de referência foi maior que o aumento das margens de risco de vários países latino-americanos, motivo pelo qual suas taxas de juros de paridade experimentaram uma pequena diminuição durante a crise.

Embora continue o debate acerca das implicações do distúrbio recente dos mercados financeiros sobre o crescimento econômico dos Estados Unidos e do mundo, a crise teve um efeito sobre o comportamento dos agentes financeiros que pode ser duradouro. Nos últimos meses observou-se nos Estados Unidos alguns fenômenos muito conhecidos nos países latino-americanos e no mundo em desenvolvimento durante suas próprias crises: o contágio crescente de um problema surgido num segmento ao qual todos atribuem problemas específicos e, portanto, não generalizáveis; a iliquidez das dívidas e títulos de alto risco; a falta de informação sobre a qualidade das carteiras; e a “fuga para a qualidade” de todos os agentes, incluindo os principais intermediários financeiros. Em todo caso, a euforia nos mercados que se seguiu à queda das taxas de intervenção da Reserva Federal, de 18 de setembro, refletiu-se também no auge das bolsas latino-americanas, com o que a perturbação nas bolsas de julho e agosto se mostra ainda mais insignificante que a do segundo trimestre

de 2006 (gráfico 4, seção B). A tendência à valorização das moedas latino-americanas teve início antes de 18 de setembro e se acentuou desde então.

Um tema polêmico é o efeito das flutuações dos mercados financeiros internacionais sobre as taxas de câmbio dos países latino-americanos. Machinea e Kacef (2007) elaboraram uma análise na qual as variações das taxas de câmbio reais dos países latino-americanos (estimadas como a relação entre as taxas de câmbio reais em 2005 e a média dos anos 1990) refletem as pressões provenientes das melhorias dos termos de troca e o aumento das remessas dos trabalhadores latino-americanos, mais que fenômenos associados à conta de capital. Contudo, esta análise, sem dúvida válida quando tomamos como referência os anos 1990, não explica a dinâmica das taxas de câmbio durante o auge recente, nem tampouco a forte pressão para a valorização real experimentada pelo Brasil e pela Colômbia, os dois países latino-americanos onde este fenômeno foi mais notório nos três últimos anos e que acusaram maior volatilidade nas taxas de câmbio durante os períodos de turbulência nos mercados financeiros internacionais.

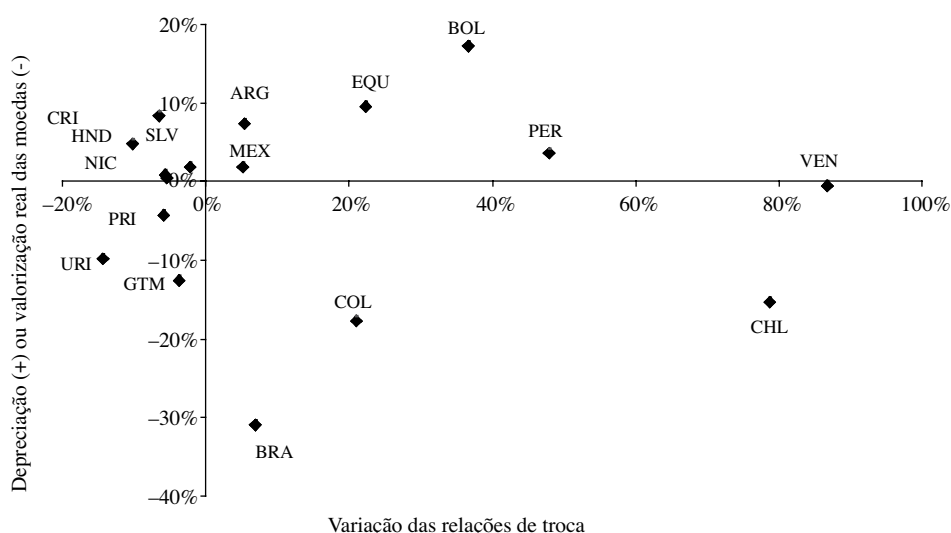
Como mostra o gráfico 5, não existe uma relação sistemática entre a melhoria dos termos de troca e a evolução das taxas de câmbio reais a partir de 2004, período que coincide com o auge dos preços das matérias-primas. O gráfico confirma esta última afirmação. Entre os países maiores, o forte melhoramento dos termos de troca pode ter causado a valorização real inicial do peso chileno ou a mais recente do bolívar venezuelano (que não experimentou, porém, uma valorização real no período 2003-2006 em seu conjunto). Certamente, a melhoria dos termos de troca não explica a forte valorização real das moedas do Brasil e Colômbia.

Como corrobora o gráfico 6, a dinâmica da taxa de câmbio nos dois últimos países mencionados está inequivocamente associada às flutuações dos fluxos financeiros privados. Ambos os países experimentaram uma desvalorização forte no terceiro trimestre de 2002, que esteve unida a um aumento das margens de risco nos mercados emergentes (gráfico 4, seção A). No caso brasileiro esse fenômeno esteve associado, também, à especulação dos mercados durante as eleições presidenciais desse ano. A taxa de câmbio se reduziu e estabilizou no Brasil no primeiro semestre de 2003 e se valorizou mais gradualmente no caso colombiano, mas em meados de 2004 em nenhum dos dois países havia regressado aos níveis do primeiro semestre de 2002.

⁶ Veja em CEPAL (2007b) uma análise dos efeitos desta crise sobre a América Latina.

GRÁFICO 5

América Latina (16 países): relação entre a melhoria das relações de troca e a valorização real das moedas, 2003-2006



Fonte: cálculos do autor baseados em dados da CEPAL (2007).

As fortes valorizações das taxas de câmbio no Brasil e Colômbia nos últimos anos coincidem exatamente com as duas fases de exuberância nos mercados financeiros internacionais; com base na análise precedente, a primeira pode ser situada entre meados de 2004 e abril de 2006, e a segunda entre meados de 2006 e meados de 2007. A valorização das moedas dos dois países durante estes períodos esteve claramente associada aos fluxos de capital, como indica a evolução dos fluxos líquidos de carteira no caso do Brasil e dos fluxos líquidos de capital privado da balança cambial na Colômbia (que se refere aos fluxos que envolvem movimentos de recursos líquidos). No caso do Brasil, a média mensal dos fluxos líquidos de carteira havia sido de 44 milhões de dólares nos quatro anos anteriores ao primeiro auge (entre julho de 2000 e junho de 2004) e se elevaram a 309 milhões de dólares mensais entre julho de 2004 e abril de 2006. No caso da Colômbia, as entradas líquidas mensais da balança cambial de capital privado, que haviam sido ligeiramente negativas entre julho de 2000 e junho de 2004, se elevaram a 232 milhões de dólares mensais durante esta primeira fase de exuberância. Em ambos os casos, a maior entrada de capital de curto prazo, unida à redução das margens de risco, se traduziu numa forte valorização das moedas nacionais. Os bancos centrais de ambos os países começaram a

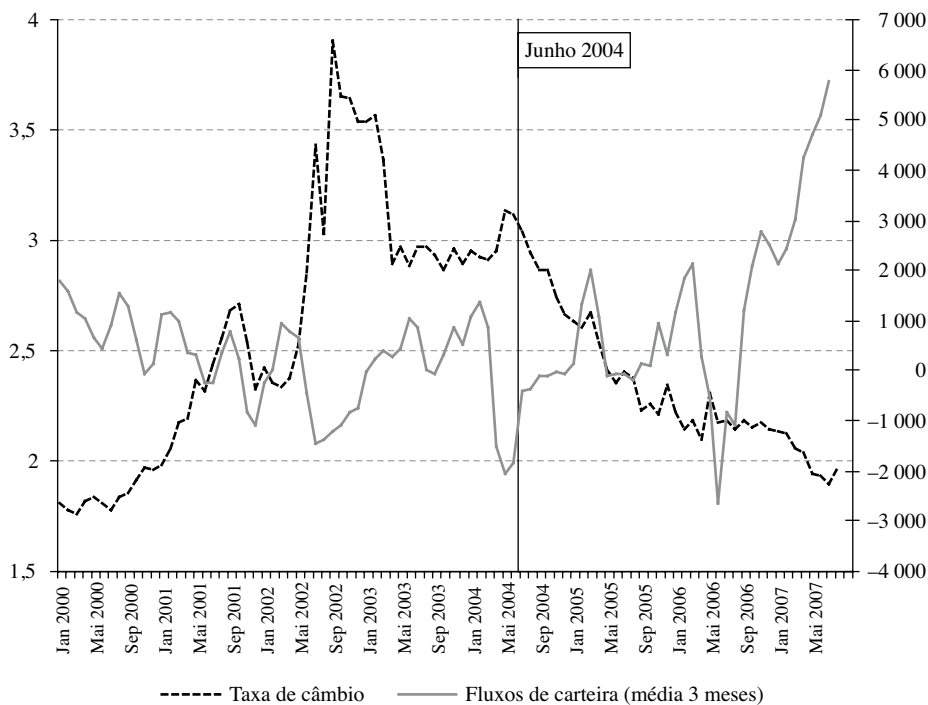
intervir nos mercados cambiais durante este período, mas suas intervenções foram modestas, como veremos mais adiante.

O episódio de abril/maio de 2006 gerou uma saída de capital da Colômbia que teve considerável impacto sobre os fluxos de capital, as taxas de câmbio e, como vimos, a bolsa de valores. A saída de capital de curto prazo também foi grande no Brasil, mas com efeitos menores. A afluência de capital renovou-se no segundo semestre de 2006 e se transformou numa verdadeira avalanche no primeiro semestre de 2007, quando as entradas líquidas de capital privado através das contas de capital alcançaram um ritmo mensal de 4 bilhões e 11 milhões de dólares no Brasil e de 751 milhões na Colômbia, ou seja, várias vezes os montantes do primeiro período de exuberância nos mercados. De fato, como se observa no gráfico 6, a magnitude da afluência de capital foi tão superior aos montantes normais que estes países recebem, que somente pode ser entendida como uma especulação baseada na expectativa de que os bancos centrais respectivos teriam que deixar suas taxas de câmbio se valorizarem. As altas taxas de juros que ainda prevalecem no Brasil e a clara expectativa de que o reaquecimento da economia obrigaria o Banco da República da Colômbia a elevar tais taxas, como já estava fazendo desde o segundo trimestre de 2006,

GRÁFICO 6

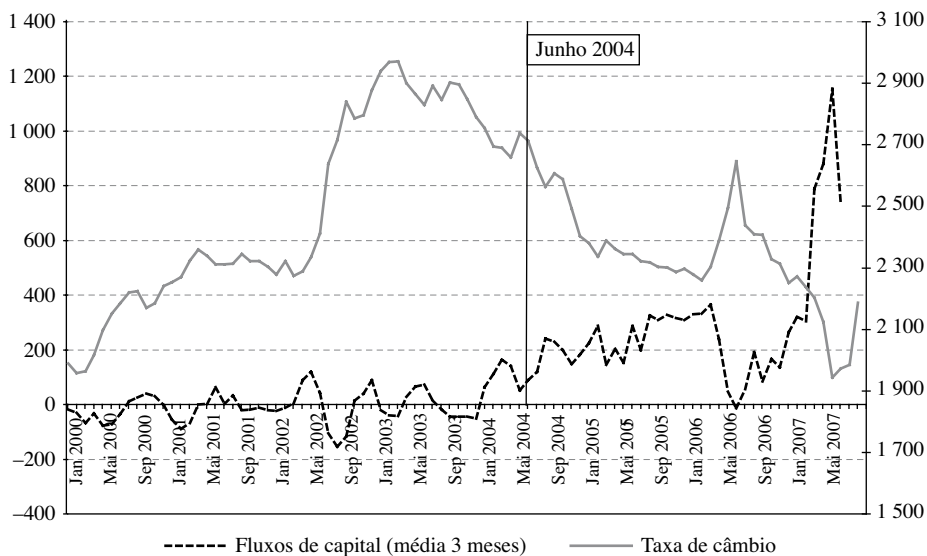
Brasil e Colômbia: Evolução da taxa de câmbio, fluxos de carteira e fluxos de capital

A. Brasil: taxa de câmbio e fluxos líquidos de carteira



----- Taxa de câmbio — Fluxos de carteira (média 3 meses)

B. Colômbia: taxa de câmbio e capital privado por balança cambial



----- Fluxos de capital (média 3 meses) — Taxa de câmbio

Fonte: Banco Central do Brasil e Banco da República da Colômbia.

explica por que esta aposta parecia “segura” aos especuladores. A isto devemos acrescentar a relativa debilidade fiscal dos dois países e, como vimos, o fato de que ambos experimentaram uma forte redução nas margens de risco-país.

Os bancos centrais do Brasil e Colômbia intervieram maciçamente durante o segundo episódio de exuberância nos mercados financeiros, acumulando reservas internacionais adicionais por pouco mais de 61 bilhões de dólares e de 6,1 bilhões de dólares, respectivamente, no primeiro semestre de 2007. As intervenções não impediram, porém, uma valorização adicional das moedas dos dois países. Em maio a Colômbia restabeleceu um encaixe de 40% para as entradas de capital financeiro, mecanismo que havia sido empregado com proveito durante o auge de afluência de capital dos anos 1990. A introdução do encaixe redundou em queda da entrada líquida de capital em junho (antes que se evidenciasse a crise financeira dos Estados Unidos), indicando com isto que teve alguma eficácia.

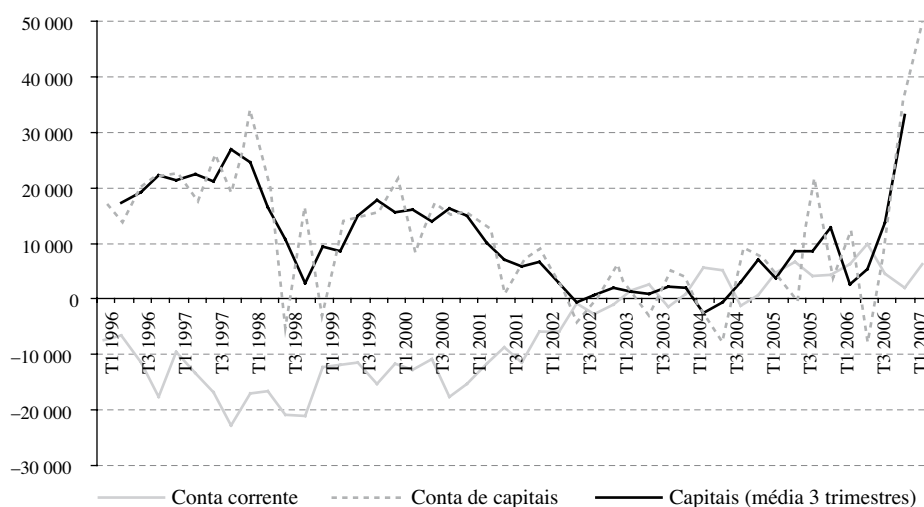
A perturbação recente experimentada pelos mercados financeiros internacionais gerou um novo rompimento destas tendências, que outra vez foi muito mais forte na Colômbia. De fato, enquanto o peso colombiano recuperou grande parte da valorização que

havia experimentado no primeiro semestre do 2007, não ocorreu o mesmo com o real do Brasil. Ademais, esses dois países foram os que experimentaram a maior valorização de suas moedas desde meados de setembro, como resultado da nova euforia no mercado gerada pelas decisões da Reserva Federal.

Mas o aumento dos fluxos de capital privado durante os dois períodos de exuberância nos mercados financeiros internacionais foi um fenômeno mais geral, como indica a evolução das contas de capital dos principais países latino-americanos. O gráfico 7 compara os saldos agregados da conta corrente com os da conta de capital de seis das sete economias de maior tamanho da região (excluindo a República Bolivariana da Venezuela, pelas razões indicadas na seção II deste ensaio). Os saldos da conta de capital, que haviam sido virtualmente nulos entre meados de 2002 e meados de 2004, se recuperaram e começaram a superar os da conta corrente como fonte de superávit no balanço de pagamentos. Depois da perturbação que caracterizou os mercados no segundo trimestre de 2006, a entrada de capital se tornou maciça durante o segundo período de exuberância. As cifras são eloquentes: para os seis países considerados, o excedente do balanço de pagamentos durante o último trimestre de 2006 e o primeiro semestre de

GRÁFICO 7

América Latina (seis países)^a: Saldo em conta corrente e na conta de capital



Fonte: estimativas do autor com base em dados do FMI, Estatísticas Financeiras Internacionais, atualizados com informação proveniente dos bancos centrais dos países. No caso do Chile, considera-se a acumulação nos fundos de estabilização equivalente a uma acumulação de reservas.

^a Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru.

2007 foi de cerca de 113 bilhões de dólares, dos quais cerca de 100 bilhões provenientes da conta de capital (aproximadamente dois terços se dirigiram ao Brasil e o resto às outras cinco economias). Como veremos na seção seguinte, as autoridades cambiais reagiram corretamente ante esta recente avalanche de capital, acumulando reservas internacionais em magnitudes sem precedentes na história da região.

Não há dúvida, portanto, de que, embora outros fenômenos tenham influenciado os mercados cambiais, os fluxos de capital especulativo se fizeram

presentes e desempenharam um papel crucial nos dois países que pareciam as apostas mais seguras para os especuladores. Uma consequência disso é que as grandes reservas internacionais que a América Latina possui atualmente têm como contrapartida uma grande quantidade de capital potencialmente reversível, sobretudo nos casos do Brasil e Colômbia. A alta correlação entre as taxas de câmbio e as margens de risco durante as duas perturbações nos mercados que sucederam às fases de euforia confirmam esta observação.

IV

Mudanças na política macroeconômica

A história das últimas décadas na América Latina esteve marcada por políticas macroeconômicas pró-cíclicas que facilitam o crescimento econômico durante os períodos de auge externo, mas acumulam vulnerabilidades que se fazem sentir quando terminam as condições externas excepcionais.

As reformas econômicas dos últimos anos afetaram o comportamento cíclico das economias latino-americanas por três vias diferentes. Em primeiro lugar, a abertura da conta de capital reduziu as margens para manejar a política monetária e cambial de maneira autônoma; se tentam evitar a valorização durante os períodos de auge, perdem autonomia para adotar políticas monetárias anticíclicas; se não intervêm no mercado cambial, pode haver uma forte volatilidade da taxa de câmbio. Em segundo lugar, a abertura do mercado de capital, juntamente com a abertura financeira interna, acentuou o funcionamento do acelerador financeiro, que tende a aumentar o crédito, a inflação de ativos e o gasto privado durante os períodos de bonança, mas experimenta os efeitos opostos durante as crises. Em terceiro lugar, dada a maior elasticidade-renda da demanda de importações de curto prazo, a conta corrente se tornou mais sensível ao ciclo econômico: a conjunção de acentuado crescimento da demanda e valorização real se traduz em deterioração rápida da conta corrente durante os auge, mas este fenômeno é corrigido também mais rapidamente durante as crises. Destes três mecanismos, somente ao último pode-se atribuir algum efeito anticíclico, na medida em que permite suavizar os efeitos internos do comportamento pró-cíclico do gasto

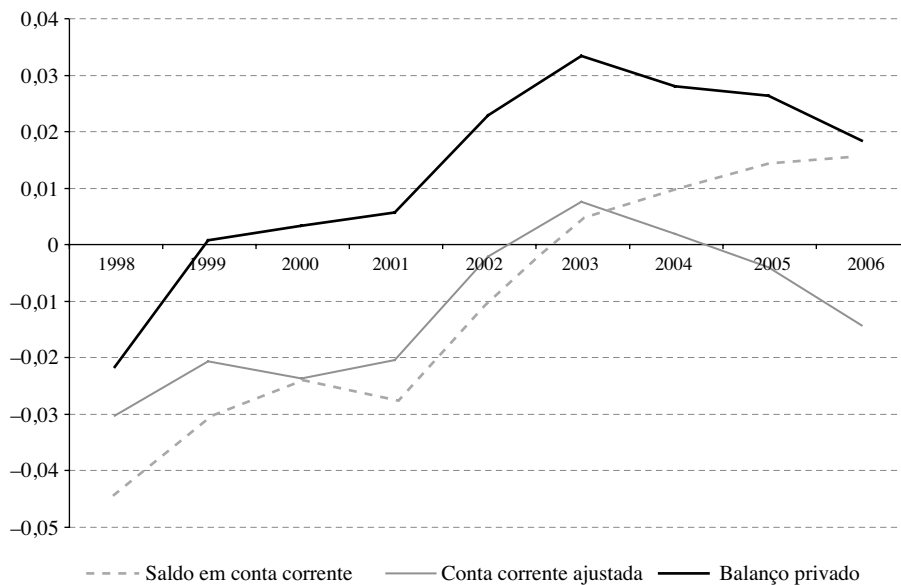
privado. Mas o faz também contribuindo, durante os auge, à vulnerabilidade externa das economias.

Um corolário interessante do comportamento cíclico das economias sujeitas a entradas pró-cíclicas de financiamento externo é que o “déficit gêmeo” das variações na conta corrente é o saldo do setor privado, não o do setor público. Isto pode ser observado com clareza no gráfico 8: o forte ajuste na conta corrente que a economia latino-americana experimentou entre 1998 e 2003 corresponde a uma melhoria no saldo do setor privado; a deterioração que a conta corrente exibe nos últimos três anos, ajustada pelos termos de troca, corresponde a uma deterioração do saldo desse setor. Esta parece ser, também, uma característica geral dos países “bem-sucedidos” durante os auge, como assinala Marfán (2005).

Neste contexto, e em geral em economias muito abertas, pode-se dizer que o único instrumento de política de que as autoridades econômicas dispõem de maneira realmente autônoma é a política fiscal. Além disso, ela é, de acordo com a teoria econômica, o instrumento mais poderoso para afetar a atividade econômica em economias com abertura do mercado de capital. Contudo, a política fiscal também esteve sujeita a um comportamento pró-cíclico, por duas razões diferentes. A primeira relaciona-se aos efeitos gerados pela disponibilidade de recursos, tanto tributários como creditícios: a abundância de recursos durante os períodos de auge tende a aumentar o gasto público, e a redução de recursos, unida a um maior custo do serviço da dívida, leva a diminuições do gasto primário durante as crises. A segunda é de

GRÁFICO 8

América Latina: superávit e déficit “gêmeos”
(Porcentagens do produto interno bruto a preços correntes)



Fonte: cálculos do autor baseados em dados da CEPAL (2007).

economia política: depois de um período de cortes do gasto público é difícil convencer a população das virtudes de continuar com um programa de austeridade no gasto. Isto é ainda mais certo se a justificação para o programa de austeridade durante o auge for a necessidade de compensar a exuberância do gasto privado (Marfán, 2005).

Uma análise do ciclo latino-americano mais recente corrobora o comportamento pró-cíclico do gasto privado e público e das variáveis monetárias e creditícias, com algumas variantes interessantes. Em economias com passivos líquidos em moeda estrangeira, a tendência à valorização da taxa de câmbio que caracteriza os períodos de auge gera um efeito riqueza positivo que contribui para elevar a demanda privada.⁷ Conforme assinalado, o elemento

anticíclico mais importante é o forte aumento das importações gerado pela alta elasticidade-renda e valorização real da taxa de câmbio, que permitem que uma parte importante da demanda se transfira ao exterior. Assim, os efeitos da valorização real sobre a conta corrente são anticíclicos, ao contrário do efeito riqueza. Porém, esse comportamento das importações gera uma deterioração acelerada da conta corrente do balanço de pagamentos, que contribui para a gestação da crise. Como vimos, o principal “déficit gêmeo” da conta corrente é o déficit privado, mas nos países latino-americanos com frequência ocorreram aumentos dos déficits públicos.

Uma vez desatada a crise, o elemento mais relevante é o colapso do gasto privado, cujos efeitos sobre a demanda agregada interna são suavizados pela queda ainda mais acelerada das importações. Durante esta fase, a depreciação da taxa de câmbio tem de novo um efeito riqueza pró-cíclico (a perda de riqueza associada a passivos líquidos em moeda estrangeira), que contribui para a contração da demanda. Causa também um efeito anticíclico, que atua através da conta corrente do balanço de pagamentos, mas que tarda em refletir-se plenamente na economia, entre outros motivos pelas perturbações financeiras que

⁷ Note-se que, à medida que os saldos financeiros líquidos se tornam positivos, como já ocorreu em três das sete economias de maior tamanho da região, este efeito riqueza se torna anticíclico em relação ao conjunto da economia. Contudo, para verificar se o argumento continua válido, seria preciso estimar o saldo financeiro líquido do setor privado. Na maioria dos casos, são os setores públicos que acumulam um saldo financeiro líquido positivo (isto acontece inclusive no Brasil, que ainda exibe um saldo financeiro líquido negativo).

caracterizam a fase inicial da crise. A política monetária e creditícia tem também inicialmente efeitos pró-cíclicos, seja porque as autoridades tentam suavizar os efeitos inflacionários da depreciação com medidas como aumentos das taxas de juros, ou contração do crédito, ou ambas, ou simplesmente porque o crédito privado se contrai enquanto as maiores margens de risco-país pressionam as taxas de juros internas.

O elemento anticíclico mais importante que atuou inicialmente em várias economias latino-americanas é o gasto público, que tende a se manter ou aumentar no início da crise. Contudo, a deterioração das contas fiscais conduz a restrições de financiamento e possivelmente a medidas para corrigir o déficit, seja aumentando a receita ou reduzindo o gasto. Enquanto isso, a depreciação da moeda começa a ter efeitos anticíclicos cada vez mais notórios sobre a conta corrente do balanço de pagamentos, ao passo que a forte depreciação real acumulada permite que as autoridades pertinentes afrouxem a política monetária. O papel anticíclico que estes dois fatores desempenham é fundamental durante a fase de reativação e, em certo sentido, libera a política fiscal dessa tarefa.

Em termos gerais (embora haja variações de um país a outro), a fase inicial do ajuste foi predominante nos países latino-americanos no período 1998-2001, enquanto a segunda fase cobriu o período 2002-2003. A primeira caracterizou-se por uma correção rápida dos déficits privados e, em alguns casos, deterioração das contas fiscais; a segunda, por outro lado, tendeu a mostrar uma melhoria das contas públicas e uma melhoria adicional das contas privadas. Na prática, para o conjunto da região, o déficit privado (estimado de maneira tosca, deduzindo do saldo em conta corrente o saldo dos governos centrais) se corrigiu em 1999, ao mesmo tempo em que se acentuava o déficit público (correspondente à distância entre as duas linhas no gráfico 8); mas desde 2002 começou a diminuir (muito lentamente) o déficit fiscal, enquanto aumentava ainda mais o superávit privado.

Neste contexto, que novidades mostra o panorama latino-americano durante o período de auge recente? Como indica o gráfico 8, na média da região o auge serviu para corrigir o déficit fiscal que restou da crise. Por outro lado, seguindo os padrões típicos de auge anteriores, as contas privadas começaram a se deteriorar, embora continuem mostrando superávit. Naturalmente, os cálculos mudariam se pudéssemos descontar em alguns casos o ganho de pouco mais de três pontos percentuais do PIB nos termos de troca; no setor privado, sobretudo, isto implicaria descontar

o efeito do auge sobre as empresas estrangeiras que atuam nos setores de hidrocarbonetos e mineração, onde a bonança dos preços foi mais notória.

A primeira grande diferença com o passado parece residir, portanto, no manejo fiscal. Contudo, a história é bastante menos favorável do que indicam as cifras agregadas. O quadro 5 mostra o que aconteceu com o gasto primário dos governos centrais nos sete maiores países latino-americanos. Um manejo fiscal estritamente anticíclico durante os períodos de auge exige que, ademais de poupar a receita fiscal extraordinária, se reduza o gasto primário como proporção do PIB, já que esse gasto deve seguir a tendência do crescimento do PIB no longo prazo. Sob esta perspectiva, somente Chile e Peru tiveram políticas fiscais anticíclicas, apoiadas no Chile pela reformulação de seus fundos de estabilização (Fundo de Estabilização Econômica e Social e Fundo de Reserva de Pensões, a partir de 2006) e no Peru pelos limites ao aumento do gasto primário estabelecidos por lei; neste último caso, as regras correspondentes, aprovadas em 2006, implicam que o investimento público peruano não estará sujeito a tais restrições no futuro, com o que o efeito anticíclico sofrerá erosão. O resto dos países incluídos no quadro 5 teve políticas fiscais pró-cíclicas, a mais notória delas no caso da República Bolivariana da Venezuela. Poder-se-ia argumentar que no Brasil e México o atraso no crescimento econômico aconselha uma política fiscal mais expansiva e que o aumento do gasto no Brasil se justifica porque este país mantém um forte superávit primário. O primeiro destes argumentos tem alguma validade. O segundo é claramente incorreto: neste caso, a política fiscal é pró-cíclica mesmo se as contas públicas apresentam um superávit primário.

A política fiscal geralmente pró-cíclica que continuou sendo adotada em alguns países durante o período de auge recente contrasta, evidentemente, com o complexo sistema institucional estabelecido no final dos anos 1990 e que se expressa em múltiplas leis de responsabilidade fiscal e na constituição de fundos de estabilização. A alocação prévia de recursos e as mudanças nas regras do jogo pertinentes indicam que até agora estas instituições tiveram um impacto limitado (Jiménez e Tromben, 2006).

Por outro lado, um corolário da confluência entre o auge atual e os preços dos hidrocarbonetos e produtos minerais é que os países com uma base exportadora deste tipo são os que, em geral, receberam os benefícios mais importantes em termos de receita pública (Jiménez e Tromben, 2006). É o que ocorreu,

QUADRO 5

**América Latina (sete economias de maior tamanho):
Indicadores da política monetária, creditícia e fiscal
(Porcentagens)**

	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru	Venezuela (Rep. Bol. da)
<i>A. Variação das contas fiscais do governo central como percentagem do PIB, 2003-2006</i>							
Receita corrente ^a	1,2	2,4	5,2	2,2	0,6	2,5	6,7
Gasto primário	0,7	2,1	-2,5	1,4	1,3	-0,5	4,9
Saldo primário	0,6	-0,2	7,7	1,0	-0,7	3,0	1,8
<i>B. Balanço fiscal do governo central, 2006</i>							
Saldo primário	2,7	2,1	8,4	-0,3	0,1	3,2	2,1
Saldo global	1,0	-3,1	7,7	-4,4	-2,0	1,4	0,0
<i>C. Variação da taxa nominal, 2003-2006</i>							
De política ^b		-4,8	4,0	2,5	0,8	2,5	
Interbancária	3,5	-8,1	2,3	-0,5	0,7	2,0	-8,0
<i>D. Taxa de juros real (depósitos)</i>							
2003	-2,9	6,3	-0,1	0,6	-1,4	0,8	-10,6
2004	-1,7	8,3	0,9	1,8	-1,9	-1,2	-7,5
2005	-5,4	10,1	0,9	1,9	-0,5	1,0	-3,7
2006	-4,0	9,4	1,7	1,9	-0,3	1,2	-3,0
<i>E. Variação de saldos como percentagem do PIB, 2003-2006</i>							
Base monetária	-0,1	0,9	0,3	1,2	0,5	1,0	3,4
M1	1,9	1,1	0,6	1,7	0,9	1,8	
M3	2,6	10,0	-7,8	5,0	5,8	1,1	8,7
Crédito ao setor privado	2,3	7,3	1,6	10,7	3,7	-3,0	3,9

Fonte: estatísticas fiscais segundo a CEPAL. Taxas de juros e variáveis monetárias e creditícias segundo FMI, Estatísticas Financeiras Internacionais (exceto no caso da República Bolivariana da Venezuela, que foram estimadas com base em cifras da CEPAL). Taxa básica de política segundo JP Morgan Chase.

^a Receita total nos casos do Brasil e México.

^b Entre junho de 2004 e setembro de 2007. A taxa equivalente para os Estados Unidos variou 3,75%.

em particular, no Chile e na República Bolivariana da Venezuela (e, entre os países menores, na Bolívia)⁸ e, em menor medida, na Colômbia e Peru. Isto foi complementado com o aumento da carga tributária sobre estes produtos, especialmente na Bolívia, Equador e República Bolivariana da Venezuela para os hidrocarbonetos, e no Chile para o cobre (imposto específico sobre a receita operacional da mineração). No caso da Argentina, convém recordar que esse país fortaleceu sua base tributária no início do período de auge, apropriando-se de parte dos benefícios que significou a desvalorização real para alguns produtos básicos através das “retenções” que se aplicam às

exportações correspondentes; em 2007 fez algo similar, mas agora para apropriar-se de parte do auge dos preços de produtos básicos.

A segunda grande novidade é a frequência e magnitude das intervenções oficiais nos mercados cambiais, que se refletem na acumulação de ativos externos pelos bancos centrais e, no caso do Chile, pelo governo nos fundos de estabilização fiscal. Isto significa que a flutuação das moedas das principais economias latino-americanas (com exceção da República Bolivariana da Venezuela desde 2005) é geralmente “suja” (com variantes, como veremos mais adiante). Assim, em geral, os países optaram por regimes “intermediários” de taxa de câmbio administrada, contra a recomendação ortodoxa de adotar um dos dois regimes extremos, seja a livre flutuação ou as paridades cambiais rígidas (a conversibilidade à moda argentina dos anos 1990 ou a dolarização). O que

⁸ Este não é o caso do Equador, já que este país utiliza em grande medida seu maior excedente petrolífero para subsidiar o consumo interno de combustíveis.

isto sugere é que há um objetivo cambial implícito no manejo da política macroeconômica. As virtudes de manter objetivos cambiais foram analisadas teoricamente⁹ e por certo se justifica fazê-lo à luz da história econômica latino-americana. A única política explícita deste tipo é a que a Argentina adotou, onde a manutenção de uma taxa de câmbio competitiva é um dos eixos da política macroeconômica. De fato, a experiência argentina mostra que, em condições de abundância de financiamento externo, é possível controlar simultaneamente a taxa de câmbio e a taxa de juros, inclusive com abertura da conta de capital, em aberta contradição com o famoso “trilema” de economias abertas (Frenkel, 2007).

Como se sabe muito bem, uma política deste tipo exige, como contrapartida da acumulação de reservas internacionais durante os períodos de auge, a realização de ações esterilizadoras de seu impacto monetário. Estas esterilizações são mais fáceis quando há superávit fiscal. Do contrário — e de toda maneira em forma complementar —, será necessário esterilizar com uma mistura de operações clássicas de mercado aberto, vendas no mercado de títulos emitidos pelo banco central ou aumento dos encaixes.

Por esse motivo, no modelo argentino o superávit fiscal é um complemento essencial da política de manutenção de uma taxa de câmbio altamente competitiva; a possível erosão desse superávit, se persistir o ritmo de aumento recente do gasto público, é uma ameaça ao modelo de política macroeconômica que a Argentina adotou. Uma situação exatamente oposta é a que enfrentam o Brasil e a Colômbia, já que estes dois países continuam tendo os maiores déficits fiscais globais; este fator sem dúvida contribuiu para que estes países sejam mais suscetíveis à especulação cambial. O México optou por uma flutuação mais limpa. O mesmo se poderia dizer do Chile, que tem uma flutuação limpa do ponto de vista da política cambial, mas cujo governo realiza uma intervenção maciça nos mercados cambiais através dos fundos de estabilização.

O gráfico 9 mostra a magnitude das intervenções oficiais nos mercados cambiais de seis países durante as duas fases de exuberância nos mercados assinaladas anteriormente: de julho de 2004 a abril de 2006, e de julho de 2006 a junho de 2007. Em ambos os casos as intervenções incluíram a acumulação de reservas, o pagamento de dívidas com o FMI utilizando

essas reservas e, no caso do Chile, a acumulação no exterior dos fundos de estabilização. Para torná-las comparáveis, as intervenções foram estimadas como equivalente anual (o segundo período de fato cobre um ano) e como proporção do PIB. Pode-se observar que as intervenções foram vultosas. No primeiro período sobressai a Argentina, seguida pelas do Peru e Brasil. No segundo, as intervenções foram maciças nos casos da Argentina, Brasil e Chile e muito elevadas na Colômbia e Peru. Em todos os casos superaram com folga o superávit em conta corrente (Colômbia é o único país entre estes cinco que tem déficit em conta corrente), o que indica que também absorveram excedentes provenientes dos fluxos de capital privado. Dos sete maiores países da região, o México é o único no qual as intervenções oficiais no mercado cambial foram limitadas.

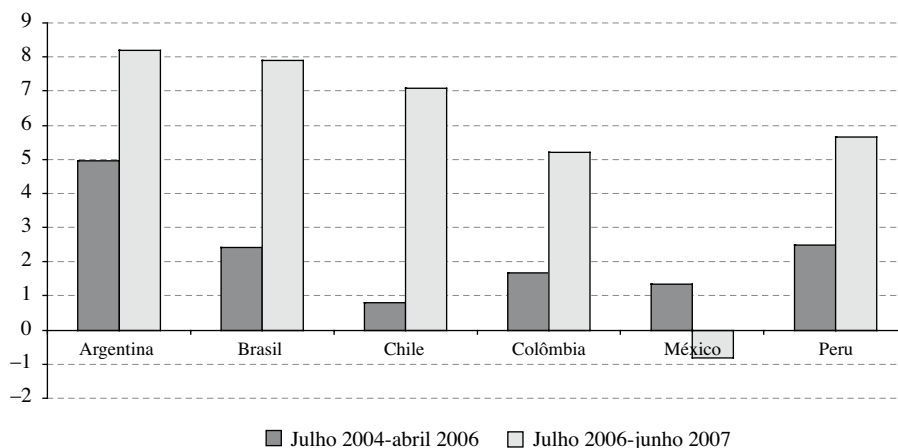
A tentativa de comparar as políticas monetárias e creditícias é mais complexa. Embora as situações nacionais variem, todos os países tiveram, durante o período de auge recente, políticas monetárias e creditícias ligeira ou pronunciadamente pró-cíclicas. Isto reflete-se nas taxas básicas de intervenção, que aumentaram menos que as taxas da Reserva Federal dos EUA (salvo no Chile, onde é ligeiramente superior), e se torna ainda mais evidente na evolução da taxa interbancária (quadro 5). Com a notória exceção do Brasil (onde, apesar da forte redução das taxas nominais, as taxas de juros real continuam muito altas), as taxas de depósitos se mantiveram em níveis reais muito baixos (em 2006 foram negativas em três dos sete países). Ademais, com poucas exceções, os agregados monetários e creditícios se elevaram como proporção do PIB. O quadro mostra dois casos preocupantes de expansão extremamente rápida do crédito do sistema financeiro ao setor privado: trata-se do Brasil e Colômbia, não em vão os dois países onde as entradas de capital aumentaram de maneira mais pronunciada. A República Bolivariana da Venezuela exhibe também indicadores monetários e creditícios claramente expansionistas.

Cabe acrescentar que uma tendência favorável na frente monetária e creditícia é a “desdolarização” de vários países nos últimos anos. O fenômeno mais geral é a tendência à redução ou desaparecimento de passivos públicos em moeda estrangeira emitidos nos mercados de capital nacionais. A Argentina efetuou uma desdolarização radical de seu sistema financeiro durante a crise do início da década, e o Peru adotou uma desdolarização gradual (assim como a Bolívia e o Uruguai, entre os países menores).

⁹ Por exemplo, veja Williamson (2000).

GRÁFICO 9

América Latina (seis países): Intervenção oficial nos mercados cambiais, em dois períodos
(Porcentagens do produto interno bruto)



Fonte: estimativas baseadas na variação das reservas segundo as Estatísticas Financeiras Internacionais do FMI. No caso do Chile, inclui no último período os recursos poupados no Fundo de Estabilização Econômica e Social e no Fundo de Reserva de Pensões. O PIB em dólares nominais corresponde à média de 2004 e 2005 no primeiro período e 2006 no segundo. Para o primeiro período, a acumulação de reservas foi estimada como equivalente a uma média de 12 meses.

Vista como um todo, uma das conclusões mais interessantes da análise é que os desafios que a política macroeconômica enfrenta nas principais economias da região são muito diversos. (Ao nos concentrarmos nos desafios macroeconômicos, não ignoramos, evidentemente, que existem outros desafios econômicos importantes, entre os quais se destacam os de diversificação da estrutura produtiva e, em vários países, os energéticos). O Chile está na situação mais sólida, graças a uma política fiscal anticíclica bem-sucedida; talvez possamos dizer que em 2006 este país pecou por excesso, dando como resultado um crescimento relativamente lento, mas esta situação já foi corrigida. O Peru é o país que mais se assemelha quanto à política fiscal. A Argentina também manteve uma política macroeconômica muito bem-sucedida, cimentada na competitividade cambial e no superávit fiscal; contudo, se mantiver a tendência recente ao aumento do gasto público, o segundo destes pilares sofrerá erosão. Além disso, este país é, com a República Bolivariana da Venezuela, o que tem os níveis mais altos de inflação.

A competitividade cambial e o rápido crescimento do crédito interno são os principais problemas que o Brasil e a Colômbia enfrentam, e seu resultado mais

evidente é a deterioração da conta corrente, que está avançada na Colômbia e poderia materializar-se logo no Brasil. A combinação de uma política fiscal mais austera, medidas monetárias prudentes para frear o crescimento do crédito e uma maior intervenção nos mercados cambiais —incluindo o encaixe para financiamento externo adotado em maio do presente ano pela Colômbia— podem ser as respostas adequadas. Enquanto se mantiverem, as altas taxas de juros do Brasil continuarão sendo um convite às entradas de capital. O México, por sua vez, aparece como um caso intermediário em todas as dimensões analisadas; seus principais problemas estão associados à competitividade. Nesse sentido, não seria ilógico que este país se integre à onda sul-americana (e asiática) de incorporar em sua política econômica um manejo cambial mais ativo.

Por último, cabe ressaltar que a República Bolivariana da Venezuela se sobressai por ter a política fiscal mais expansionista, acompanhada de uma política monetária e creditícia também pró-cíclica. Entre os países maiores da região, este é, portanto, o único que segue padrões de comportamento macroeconômico observados amplamente na América Latina no passado e que só serão sustentáveis se continuar a conjuntura excepcional no mercado petrolífero.

V

Conclusões

A análise efetuada aqui indica três conclusões. A primeira é que a região já recebeu um benefício considerável ao transformar o auge atual dos preços de matérias-primas em um processo de redução de seus passivos externos e acumulação de reservas internacionais. A acumulação de reservas é menos notória, porém, se for comparada com o aumento experimentado pelos passivos de carteira, cuja característica essencial durante o período de auge recente é a maior quantidade de recursos que os fundos de investimento internacionais aplicam nos mercados de ações e de títulos locais. Ao mesmo tempo, a conta corrente, ajustada pelos termos de troca, está em processo de deterioração, que acabará eliminando o elemento mais destacado da conjuntura recente: a coincidência de um superávit em conta corrente com um rápido crescimento econômico. Esta combinação tem sua origem num auge excepcional dos preços dos hidrocarbonetos e produtos minerais (mais que os agrícolas) e não reflete, como no leste da Ásia, uma alta competitividade internacional.

A segunda conclusão é que não devemos esquecer as perturbações que os mercados financeiros internacionais podem gerar e que se evidenciaram de diversas maneiras nos últimos anos. A mais importante foi a entrada maciça de capital nos países de maior tamanho da região durante os dois períodos de exuberância nos mercados financeiros internacionais —entre meados de 2004 e abril de 2006, e entre meados de 2006 e meados de 2007—, particularmente no segundo. Nos dois países mais sensíveis a este fenômeno, Brasil e Colômbia, a afluência maciça de capital se refletiu em crescimento acelerado do crédito do sistema financeiro ao setor privado e valorização excessiva da moeda nacional, cujos riscos já começam a se tornar evidentes. Na medida em que a fonte de perturbação é a exuberância dos mercados financeiros, convém adotar medidas preventivas orientadas a frear o ingresso de capital. O Chile e a Colômbia as utilizaram com proveito nos anos 1990. A Colômbia adotou também medidas deste tipo durante a bonança recente, mas somente quando a afluência de capital e a valorização da moeda já estavam em uma etapa muito avançada.

Por último, é necessário generalizar e consolidar as duas grandes inovações da política macroeconômica latino-americana dos últimos anos, que se complementam mutuamente: o manejo fiscal anticíclico, desenvolvido de forma pioneira pelo Chile e em menor medida pelo Peru, e a intervenção ativa nos mercados cambiais, com a consequente acumulação de reservas internacionais. O caso mais destacado desta última política é a Argentina, onde se corrobora a complementaridade que existe entre o objetivo de competitividade cambial e a manutenção de um superávit fiscal (que corre o risco de sofrer erosão devido à política fiscal expansionista recente).

Na medida em que se intervenha ativamente nos mercados cambiais, talvez valha a pena reconhecer que a taxa de câmbio real é um objetivo legítimo da política macroeconômica, algo que, salvo no caso argentino, continua sendo mais implícito que explícito. A ausência de um piso efetivo para a taxa de câmbio pode tornar-se, de fato, um convite à entrada de capital durante períodos em que os agentes privados esperam valorização da moeda. O Brasil e a Colômbia foram vítimas evidentes da afluência de capital especulativo que busca beneficiar-se de tais tendências cambiais. A reversibilidade destes fluxos é um risco evidente em todos os países, mas especialmente nestes dois.

Por isso, não seria ilógico evoluir para um regime cambial assimétrico que compense a assimetria enfrentada pelos países em desenvolvimento nos mercados de capital internacionais, ou seja, amplo acesso nas fases de auge e acesso insuficiente nas fases de crise. Esse regime estabeleceria um piso para a taxa de câmbio (que pode tomar a forma de uma taxa de câmbio móvel durante os períodos de auge), mas deixaria flutuar a moeda durante os períodos de crise. As reservas internacionais acumuladas durante os auge seriam utilizadas para intervir nos mercados cambiais durante as crises para obter um ajuste ordenado da taxa de câmbio e outros objetivos das autoridades, em particular em matéria de taxas de juros. Obviamente, a acumulação de reservas durante os períodos de auge deve ser devidamente esterilizada, tarefa que será facilitada se for acompanhada de um superávit fiscal, quer dizer, de uma política fiscal anticíclica.

Bibliografia

- Banco da República (2007): "Volatilidad de la tasa de cambio", Documento SGMR-SGEE-017-01-J, Bogotá, D.C., janeiro.
- Calvo, G. e E. Talvi (2007): "Current Account Surplus in Latin America: Recipe Against Capital Market Crises?", Disponível em http://www.rgemonitor.com/latamblog/author/44/guillermo_calvo_and_ernesto_talvi.
- CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe) (2006): *Estudo econômico da América Latina e do Caribe, 2005-2006 (LC/G.2314-P)*, Santiago do Chile. Publicação das Nações Unidas, Nº de venda: S.06.II.G.2.
- _____ (2007a): *Estudo econômico da América Latina e Caribe, 2006-2007*, Documento informativo, Santiago do Chile.
- _____ (2007b): "Confusion and uncertainty in credit markets" (LC/WAS/R.47), Washington, D.C., escritório da CEPAL em Washington, D.C., setembro.
- Frenkel, R. (2007): *La sostenibilidad de la política de esterilización*, documento de trabalho, Nº 7, Buenos Aires, Centro de Economía e Finanzas para o Desenvolvimento da Argentina, agosto.
- Izquierdo, A., R. Romero e E. Talvi (2007): *Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desenvolvimento/CERES, setembro.
- Jiménez, J. P. e V. Tromben (2006): "Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista da CEPAL*, Nº 90 (LC/G.2323-P), Santiago do Chile, dezembro.
- Kuczynski, P-P. e J. Williamson (comps.) (2003): *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Machinea, J.L. e O. Kacef (2007): "La coyuntura económica de América Latina: ¿hay lugar para el optimismo?", em J.L. Machinea e N. Serra (comps), *Hacia un nuevo pacto social. Políticas económicas para un desarrollo integral en América Latina*, Santiago do Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL)/Fundação CIDOB.
- Marfán, M. (2005): "La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: un enfoque macroeconómico", em J. A. Ocampo (comp.), *Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá, D.C., Alfaomega/CEPAL.
- Nações Unidas (2006): *Estudo econômico e social mundial 2006: crecimiento e desenvolvimento divergentes*, Nova York. Publicação das Nações Unidas, Nº de venda: 06.II.C.1.
- _____ (2007): *World Economic Situation and Prospects 2007*, Nova York. Publicação das Nações Unidas, Nº de venda: 07.II.C.2.
- Ocampo, J.A. (2004): *Reconstruir el futuro: globalización, desarrollo y democracia en América Latina*, Bogotá, D.C., Grupo Editorial Norma/CEPAL.
- Ocampo, J. A. e M. A. Parra (2003): "Los términos de intercambio de los productos básicos en el siglo XX", *Revista da CEPAL*, Nº 79 (LC/G.2200-P), Santiago do Chile, abril.
- Williamson, J. (2000): "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics* 60, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.