POLÍTICAS E DESEMPENHOS MACROECONÔMICOS NA AMÉRICA LATINA ENTRE 1990 E 2010*

Mario Damill**
Roberto Frenkel**

Este artigo avalia as políticas macroeconômicas e os resultados experimentados pelas economias latino-americanas entre 1990 e 2010. As políticas macroeconômicas compreendem a política cambial, a política monetária, e a política fiscal agregada. Os resultados macroeconômicos, por sua vez, se referem ao desempenho em relação a crescimento, inflação, emprego, investimento, balanço de pagamentos, bem como a evolução das dívidas externa e pública e das reservas internacionais. A avaliação inclui a discussão dos efeitos dos resultados macroeconômicos nas taxas de pobreza. Com relação às políticas, as análises enfatizam as mudanças que ocorreram a partir de 1997 e 1998. Como resultado destas transformações, uma nova configuração macroeconômica foi estabelecida a partir de 2002-2003, a qual favoreceu a aceleração do crescimento da produção e da geração de empregos e contribuiu para reduzir as taxas de pobreza.

Palavras-chave: economias da América Latina; políticas macroeconômicas; crescimento econômico; emprego; taxas de pobreza; desigualdade.

MACROECONOMIC POLICIES AND PERFORMANCES IN LATIN AMERICA 1990-2010[i]

This paper assesses the macroeconomic policies and outcomes experienced by Latin American economies in the period 1990-2010. Macroeconomic policies refer to the exchange rate, monetary and aggregate fiscal policies. Macroeconomic outcomes, on the other hand, refer to the performances of growth, inflation, employment, investment, balance of payments and the evolution of external and public debts and international reserves. The assessment includes the discussion of the effects of macroeconomic outcomes on poverty rates. With regard to policies, the analysis emphasizes the changes that took place from 1997-1998 on. As result of these changes a new macroeconomic configuration was established as from 2002-2003, which favored the acceleration of output growth and employment creation and contributed to reduce poverty rates.

Keywords: Latin American economies, macroeconomic policies, economic growth, employment creation, poverty rates, inequality.

JEL: E65, I32, N16, O54.
Rev. Tempo do Mundo, 4(1): 29-78 [2012]

1 INTRODUÇÃO

A evolução macroeconômica dos países em desenvolvimento durante os anos 2000, incluindo seu notável desempenho durante a crise global que eclodiu em 2007, apresenta contrastes marcantes com as três décadas de globalização financeira que a antecederam.

---

* Os autores gostariam de agradecer a Emiliano Libman e Eleonora Tubio pela excelente assistência na pesquisa.
** Pesquisador do Centro de Estudios de Estado y Sociedad (Cedes), em Buenos Aires.
i. As versões em língua inglesa das sinopses desta coleção não são objeto de revisão pelo Editorial do Ipea.
The versions in English of the abstracts of this series have not been edited by Ipea's publishing department.

A lição mais importante que pode ser obtida deste contraste está relacionada ao papel fundamental das políticas macroeconômicas no estímulo ao crescimento econômico, ao emprego, na estabilidade financeira e no desempenho vigoroso diante dos choques externos, financeiros ou reais. É possível selecionar um conjunto de orientações para a política macroeconômica que podem contribuir com a realização dos quatro objetivos supramencionados. Além disso, crescimento, geração de empregos, e outros fatores tais como uma ampliação do espaço para a política fiscal, criam condições favoráveis para a promoção de melhorias na distribuição de renda e para a redução da incidência tanto da pobreza quanto da pobreza extrema.

O contraste referido acima também é observado nas economias da América Latina, especialmente na América do Sul (AS),[1] uma região onde as mudanças na orientação das políticas macroeconômicas dominantes foram acentuadas. Muitos países em desenvolvimento adotaram políticas macroeconômicas novas nos anos 2000. Isto induziu a aceleração do crescimento e alterou sua inserção na economia global. Estas mudanças favoreceram não só as economias que adotaram estas novas políticas, mas beneficiaram também todos os países em desenvolvimento, por meio de duas vias. Num plano real, conta o efeito que o crescimento acelerado das economias que adotaram estas novas políticas teve para o resto dos países em desenvolvimento – o que inclui a melhoria das condições comerciais em muitos destes países. Num plano financeiro, conta o efeito benéfico que as mudanças nas políticas e seus resultados tiveram nos vínculos entre o sistema financeiro internacional e o grupo de países em desenvolvimento.

Estes efeitos benéficos operaram antes do início da crise financeira global e durante sua primeira fase, entre meados de 2007 e o colapso que se seguiu à falência do banco Lehman Brothers. Na fase subsequente, quando a crise atingiu as economias em desenvolvimento, os efeitos foram mistos. Aquelas economias que adotaram as novas políticas macroeconômicas foram menos atingidas pelo choque financeiro e tiveram mais espaço para implantar políticas anticíclicas. Por seu turno, as economias que mantiveram um estilo de integração financeira internacional pautado em políticas macroeconômicas semelhantes àquelas que prevaleceram na América Latina durante os anos 1990 – por exemplo, economias na Europa Central e do Leste – sofreram os piores impactos da crise.

Em comparação com o comportamento exibido nas três décadas anteriores, três mudanças positivas importantes no comportamento de países em desenvolvimento se destacam no início dos anos 2000. Elas estão principalmente associadas às mudanças nas modalidades de integração ao sistema financeiro internacional,

1. A abreviação AS refere-se às seguintes economias da América do Sul: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela.

nos regimes de política macroeconômica e na regulação de sistemas financeiros nacionais. São focalizados os dois primeiros aspectos.

A primeira dessas mudanças é uma reduzida vulnerabilidade financeira, em contraste com o histórico anterior de frequentes e intensas crises financeiras. A segunda mudança a destacar é a dissipação da segmentação das economias de mercado emergente no sistema financeiro internacional, definida durante o processo de globalização. Finalmente, uma aceleração do crescimento em comparação com as três décadas anteriores foi observada nos anos 2000 e, como já foi notado, muitas economias em desenvolvimento mostraram uma resistência maior aos choques externos gerados pela recente crise.

Estas mudanças, que também ficaram evidentes em muitos países da América Latina, estão associadas às novas orientações da política macroeconômica, seguidas por um número significativo de economias em desenvolvimento. Tais mudanças incluem a adoção de regimes cambiais de flutuação administrada e práticas de política cambial voltadas para preservar taxas de câmbio reais competitivas ou para evitar grandes apreciações. Abrangem também a acumulação volumosa de reservas internacionais, assim como a inversão dos resultados das contas correntes em um grupo importante destas economias, que passaram a registrar superávits ao invés de déficits, com o efeito agregado de inverter a direção dos fluxos líquidos de capital em relação ao que foi observado nas primeiras três décadas de globalização.

No restante desta seção, são discutidas as principais mudanças no cenário global dos anos 2000. Em seguida, a seção 2 se dedica a apresentar os fatos estilizados da evolução de políticas macroeconômicas e seus resultados na América Latina desde o início dos anos 1990. A seção 3 concentra-se primeiramente na evolução das taxas de desemprego e pobreza e apresenta testes econométricos do relacionamento entre crescimento, taxas de câmbio reais, taxas de desemprego, inflação e pobreza. Conclusões são apresentadas na seção 4, que inclui a formulação estilizada de um conjunto de orientações de política macroeconômica apropriadas para estimular o crescimento e a criação de empregos de forma sustentável.

1.1 Mudanças favoráveis no cenário global na década de 2000

Nos primeiros trinta anos da globalização financeira, desde o começo dos anos 1970 até o início do presente século, as crises financeiras e monetárias nas economias de mercado emergente estavam se tornando mais intensas e frequentes.

Ao contrário, a crise global desencadeada nos Estados Unidos em 2007 surpreendentemente não gerou uma crise financeira em nenhuma economia de mercado emergente. A importância disto fica evidente se levado em consideração o fato de que os choques reais e financeiros sentidos pelas economias em desenvolvimento naquele momento foram semelhantes aos impactos sofridos em consequência das

crises russa e asiática de 1997 e 1998. Em ambos os casos, os choques externos foram os maiores e mais amplamente distribuídos geograficamente desde o início da globalização financeira.

A experiência específica de países em desenvolvimento na crise global associa-se a dois fatores. Um é o papel renovado desempenhado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). Inovações no FMI aproximam a organização a um papel de financiador de "último recurso", em grande parte de acordo com as prévias demandas de países em desenvolvimento. É plausível que a ação do FMI tenha ajudado uma série de pequenas economias a evitar situações que teriam originado sérios problemas de fragilidade financeira e externa em meados de 2008.

Mais importante, na opinião dos autores deste artigo, é o fato de que nenhuma crise ocorreu em outras economias em desenvolvimento, as quais não tiveram que pedir ajuda ao FMI. O segundo fator desta forte resiliência financeira deve ser encontrado nas mudanças vividas por muitas economias em desenvolvimento nos anos 2000.

Países de mercado emergente integraram-se ao sistema financeiro internacional de forma segmentada e muitos deles tenderam a cair em armadilhas financeiras que frequentemente resultaram em crise (Frenkel, 2008a). O contágio internacional e o comportamento de manada dos investidores são aspectos característicos desta segmentação. A segmentação começou a se dissipar nos anos 2000.

Armadilhas financeiras representam o resultado de dois liames fundamentais entre a economia e o mercado financeiro internacional. O primeiro é determinado por um grande volume de necessidades de financiamento. O refinanciamento de dívidas e o financiamento de altos déficits em contas correntes constituem a conexão principal entre o país e o mercado financeiro internacional. Esta situação é muito propícia ao contágio ou quaisquer outras fontes de volatilidade. É também mais propícia à ocorrência de profecias "autorrealizáveis". O mercado avalia a situação impondo ágios de maior risco, e o país perde, em grande medida, graus de liberdade em sua política econômica, porque a urgência imposta pela necessidade de financiamento internacional prioriza a emissão de sinais que possam parecer favoráveis aos olhos do mercado.

O segundo é o efeito das taxas de juros. Um elevado prêmio de risco encarece o financiamento externo de um país, contribuindo com a piora dos *ratios* de endividamento. Por sua vez, a soma da taxa de juros internacional e o prêmio de risco determina o piso das taxas de juros reais locais. A integração de mercados emergentes com o mercado financeiro internacional é uma integração segmentada, na qual a taxa de juros internacional com a qual o país se defronta e as taxas de juros locais são significativamente mais altas que em países desenvolvidos. Altas taxas de juros têm efeitos negativos no crescimento e contribuem para a fragilidade financeira externa e interna.

Nos anos 1990, no final da década, o fenômeno de integração segmentada foi evidente em países altamente endividados, como Argentina e Brasil. No entanto, outros países em desenvolvimento, cujas políticas eram capazes de evitar o acúmulo de pesadas dívidas externas, também experimentaram uma integração segmentada. Depois de estas economias haverem participado do processo de globalização financeira por um longo período – quase três décadas no caso da América Latina –, seus ativos financeiros pertenciam a uma "classe" cujos retornos incluíam um considerável prêmio de risco. Estes prêmios de risco atingiram seu ponto mais baixo em 1997, pouco antes da desvalorização do *thai*. Mas depois das crises na Ásia e na Rússia, os prêmios se elevaram e permaneceram altos até o início dos anos 2000.

Prêmios de risco elevados e persistentes representaram um resultado inesperado da globalização financeira. Desde seu surgimento, os defensores da globalização financeira apresentaram a integração completa entre os sistemas financeiros locais e o sistema internacional como o ideal ao qual o processo iria chegar. A integração completa implica um sistema de corretagem global no qual os retornos nos ativos financeiros, por um lado, e o custo do capital, por outro, resultam iguais em transações economicamente equivalentes, independentemente da localização geográfica de poupadores e investidores. A convergência da globalização em direção à integração completa significaria uma redução contínua nos prêmios de risco.

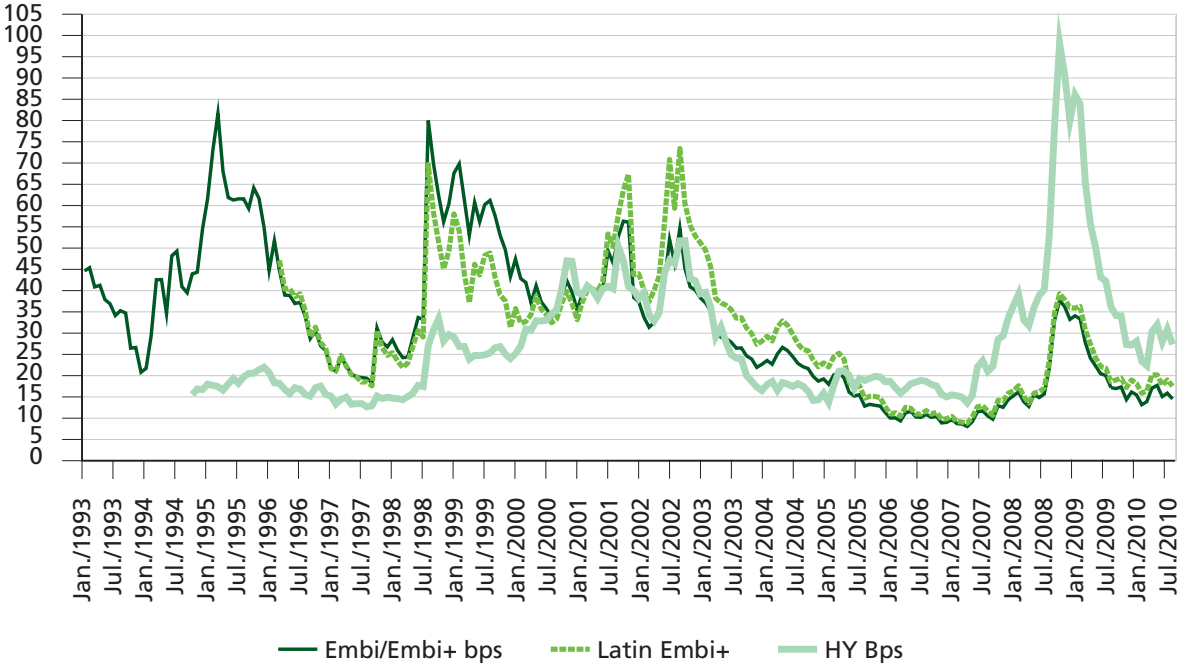
Não foi assim até o início dos anos 2000. Entretanto, nessa década, a redução do risco percebido associada a estes ativos seria notável. Na realidade, a média dos prêmios de risco em países em desenvolvimento seguiu uma tendência decrescente desde o final de 2002 e, na metade do ano de 2005, caiu para um nível semelhante ao mínimo registrado antes da crise Asiática de 1997-1998. No início de 2007, a média dos prêmios de risco alcançou seu ponto mais baixo, em um nível significativamente inferior ao observado em 1997 e também significativamente abaixo do prêmio dos títulos de alto rendimento nos Estados Unidos. Os prêmios de *risco país* tenderam a subir desde meados de 2007, mas antes da falência do banco Lehman Brothers, eles eram semelhantes, nas economias de mercado emergente, aos níveis que tinham prevalecido no período anterior às crises na Ásia. Por seu turno, o efeito de contágio que se seguiu à falência do Lehman Brothers foi curto e, em 2009, muitos países em desenvolvimento obtiveram novamente acesso ao crédito internacional a taxas de juros relativamente baixas. Os prêmios de risco continuaram a cair durante 2009 e 2010, para se estabilizarem novamente a níveis mais baixos que o nível mais favorável dos anos 1990.

É possível observar no gráfico 1 que o prêmio de risco médio para países da América Latina acompanhou o desempenho descrito das economias emergentes, embora a redução observada na primeira metade dos anos 2000 na América Latina

tenha sido mais pronunciada, principalmente devido aos elevados prêmios de risco que a Argentina e o Brasil apresentavam no início da década.

GRÁFICO 1

Prêmio de risco de títulos de mercados emergentes e de títulos privados de alto rendimento nos Estados Unidos



Fonte: para os títulos privados de alto rendimento nos Estados Unidos, dados do índice de Alto-Rendimento Norte-Americano (*US High-Yield Master II*) da Merrill Lynch (H0A0); para títulos soberanos de economias de mercado emergente e de mercados emergentes na América Latina, o EMBI + índice Morgan JP (Embi a novembro de 1997 e Embi+ de dezembro de 1997 em diante).

A redução dos prêmios de risco observados pode ser entendida como resultado das mudanças significativas nas modalidades de integração financeira internacional de países de mercado emergente nos anos 2000, em comparação com as características fundamentais nos trinta anos anteriores. As mudanças começaram a ocorrer depois das crises na Ásia e na Rússia em 1997-1998 (Frenkel e Rapetti, 2010a). A seguir, são brevemente descritos os aspectos mais significativos das novas características.

Primeiramente, muitos países de mercado emergente começaram a gerar excedentes em conta corrente ou reduziram os déficits, o que implicou uma inversão da direção dos fluxos de capital líquido entre tais economias e países desenvolvidos que caracterizara os trinta anos anteriores. A nova configuração persistiu depois da crise global. Em segundo lugar, muitos países em desenvolvimento acumularam reservas em quantia significativa. Esta característica também persistiu depois da crise global. Finalmente, muitas economias adotaram regimes cambiais flexíveis (com diferentes graus de administração).

São avaliados brevemente os efeitos destas mudanças nos riscos percebidos. Excedentes em conta corrente e reservas internacionais volumosas são indicadores

de robustez externa. Nos anos 2000, a "classe" de ativos de países de mercado emergente tornou-se mais heterogênea e muitos destes ativos são emitidos por economias robustas. Isto contribuiu para dissipar a segmentação de ativos de mercados emergentes e reduzir de forma significativa os riscos de contágio e o comportamento de manada desta "classe" de ativos, de modo que a redução do risco percebido estendeu-se também aos mercados emergentes que continuaram a apresentar déficits ou regimes cambiais menos flexíveis.

O regime cambial de flutuação administrada permite que a autoridade monetária possa intervir e acumular reservas, com o objetivo de prevenir ou atenuar a tendência de valorização, quando as condições de conta corrente ou dos afluxos de capital levem a pressões de venda no mercado de divisas estrangeiras. Isto ocorreu em muitos países de mercado emergente entre 2002 e 2008. A disponibilidade de reservas, sob qualquer regime cambial, reduz o risco de inadimplência de dívidas públicas e privadas devido à insuficiente liquidez internacional – por exemplo, ao enfrentar uma parada súbita nos afluxos de capital. Mas a combinação de reservas abundantes e flutuação controlada tende a reduzir o risco, adicionalmente, de outras formas. Frente a um choque negativo externo, a flexibilidade da taxa de câmbio leva à depreciação da taxa cambial, e isto contribui com o ajuste da economia às novas condições externas. Neste caso, a disponibilidade de reservas permite a intervenção no mercado FX para controlar a desvalorização e evitar excessos e bolhas. Isto limita o efeito negativo nos balanços de bancos e empresas, particularmente significativos nas economias com sistemas financeiros parcialmente dolarizados. Nesse contexto, a exibição de grandes reservas fornece um impulso maior à capacidade do banco central em orientar o mercado de divisas e, portanto, intervenções em grande escala podem não ser necessárias.

As virtudes da combinação de contas externas robustas, disponibilidade de grandes reservas e flexibilidade nas taxas de câmbio foram testadas durante a crise global. De fato, a crise global foi um teste de resistência para os países de mercado emergente. Com exceção de um pequeno número de economias europeias, nenhuma economia de mercado emergente declarou inadimplência ou sofreu uma crise financeira ou externa. Por sua vez, o aumento tanto dos recursos do FMI, quanto da flexibilidade da instituição quanto à implementação de seus programas também teve seu papel na prevenção de crises e da inadimplência em países de mercado emergente; e o novo papel do FMI é duradouro. Em resumo, os resultados do teste de resistência da crise reforçaram as percepções de menor risco de países de mercado emergente.

Outra mudança notável nos anos 2000 foi a relevante aceleração do crescimento econômico em países em desenvolvimento. Nos anos 1980 e 1990, os ciclos em países desenvolvidos e países em desenvolvimento estavam intimamente relacionados e as taxas médias de crescimento em ambos os grupos era muito semelhante. Por exemplo, no período entre 1992 e 2000, países desenvolvidos cresceram a uma taxa de 2,8%

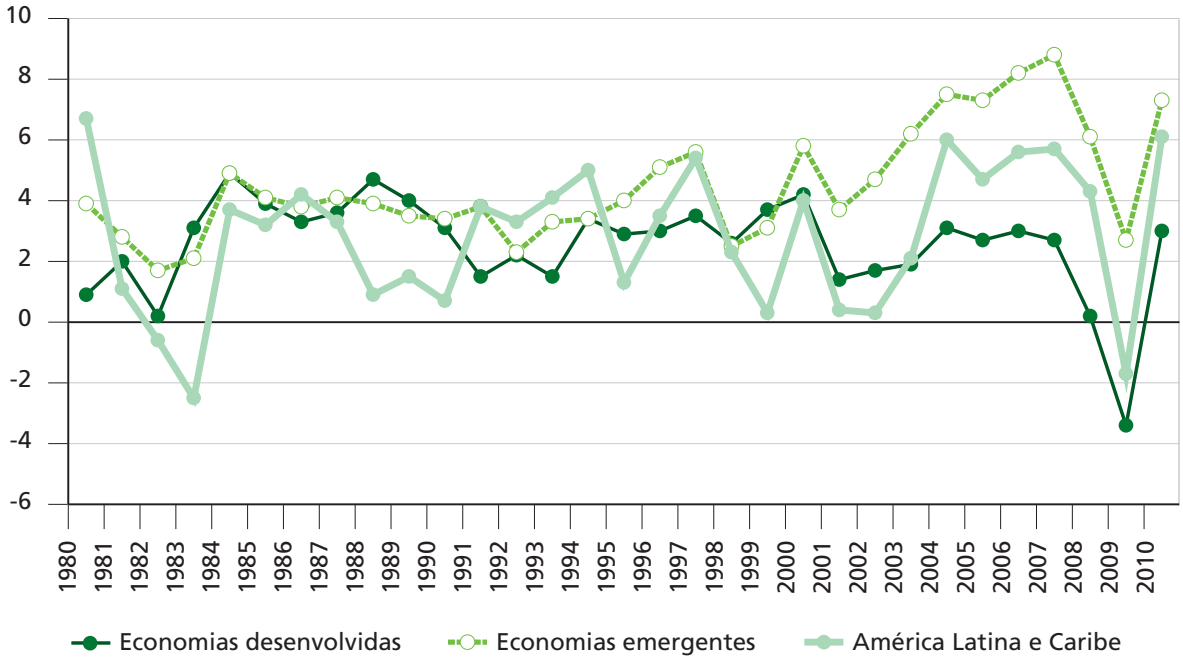
ao ano (a.a.), enquanto os países em desenvolvimento apresentaram uma taxa média anual de 3,8%. Como mostra o gráfico 2, a diferença a favor dos países em desenvolvimento neste período se explica pelo crescimento relativamente rápido destas economias entre a crise mexicana e as crises asiática e russa, mas as crises de 1997-1998 tiveram um maior efeito nas economias em desenvolvimento, de forma que as taxas de ambos os grupos tenderam a se igualar novamente nos últimos anos da década.

A América Latina apresentou em média uma taxa de crescimento levemente mais alta que aquela dos países desenvolvidos no mesmo período (3% a.a.), mas com flutuações maiores. Ela também apresentou uma queda muito maior que o conjunto de países em desenvolvimento no final da década.

Nos anos 2000, a correlação cíclica entre os dois grupos de países persistiu, mas durante este período, pela primeira vez desde o início da globalização financeira, os países em desenvolvimento (incluindo o subconjunto de economias na América Latina e Caribe) cresceram a taxas consistentemente mais altas que as economias avançadas. No período entre 2003 e 2008, a taxa média de crescimento anual em países em desenvolvimento foi 7,4%, enquanto as economias avançadas cresceram uma média de 2,3% a.a. Enquanto mais baixas que aquelas do conjunto dos países em desenvolvimento, as taxas de crescimento na América Latina foram o dobro das observadas em economias avançadas, alcançando 4,7% a.a. em média. Em suma, nos anos 2000, houve uma aceleração substancial do crescimento em países em desenvolvimento em comparação às décadas anteriores, além de uma significativa diferença de suas taxas de crescimento em comparação com as economias avançadas.

GRÁFICO 2

Taxas de crescimento do produto interno bruto (PIB) para economias emergentes e em desenvolvimento, economias avançadas e economias da América Latina



Fonte: banco de dados do *IMF world economic outlook*.

Além disso, também se destaca a resiliência apresentada por países em desenvolvimento diante dos impactos da crise global. Este assunto será discutido a seguir, levando-se em consideração os principais fatores determinantes e apresentando-se uma avaliação econométrica do impacto da crise global nas taxas de crescimento.

Em seguida, serão examinados com mais detalhe os desenvolvimentos macroeconômicos nos países da América Latina nas duas últimas décadas.

2 A AMÉRICA LATINA NO PERÍODO ENTRE 1990 E 2010: FATOS ESTILIZADOS DA EVOLUÇÃO MACROECONÔMICA

Nesta seção, será examinada com mais detalhe a evolução das economias da América Latina de 1990 a 2010, focalizando-se especialmente o desempenho macroeconômico em relação ao crescimento e aos indicadores de sustentabilidade do crescimento, como taxas de endividamento e déficits financeiros agregados.

Três episódios fundamentais no cenário internacional estabelecem os pontos chave para as economias da América Latina no período. São eles: a crise de 1997-1998 em cinco economias do sudeste da Ásia e Rússia, e os efeitos contagiosos que se seguiram; a mudança no cenário global em 2003, refletida em um aumento significativo nos preços das *commodities*; e a crise global que teve início em 2007 nos Estados Unidos.

Neste artigo, interpreta-se a evolução macroeconômica observada nas economias da América Latina como o resultado da interação entre as mudanças no contexto internacional, a configuração estrutural específica das economias locais – com relação, por exemplo, à sua inserção específica nos fluxos de comércio exterior – e as características principais dos regimes nacionais de política macroeconômica.

Os principais fatos estilizados de economias da América Latina no período são expostos a seguir.

2.1 Crescimento do produto interno bruto (PIB)

Para a maioria das variáveis examinadas, os padrões gerais observados nas economias da América Latina são bastante semelhantes dentro de cada sub-região (América do Sul – AS e América Central e México – AC),[2] mas com claras divergências entre as sub-regiões. Isto também é verdadeiro quanto ao comportamento do PIB.

A evolução do PIB *per capita* (gráficos 3, 4A e 4B) ilustra os períodos supramencionados. Primeiramente, considera-se o desempenho do PIB *per*

2. A abreviação AC refere-se às seguintes economias: México, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua e Panamá.

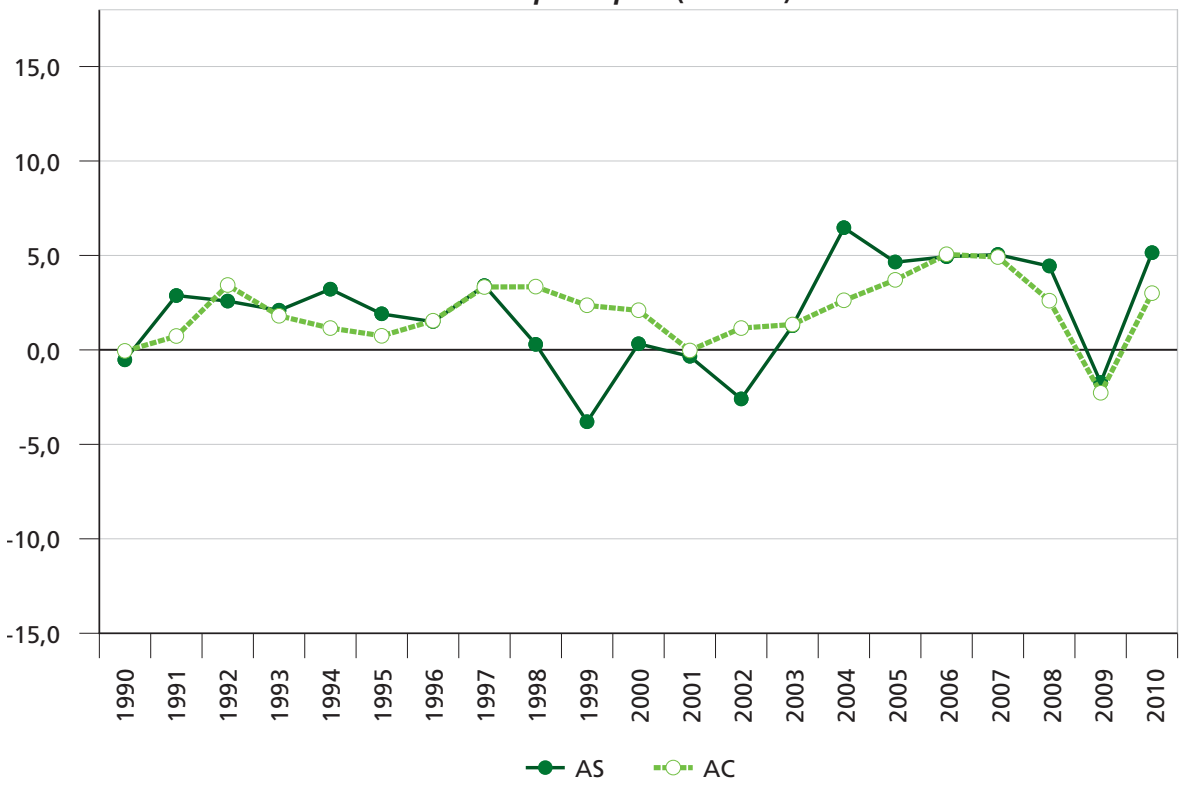
capita (pcPIB) nas economias da América do Sul. Duas expansões foram observadas: 1991-1997 e 2003-2008. No período de expansão nos anos 1990, o crescimento do pcPIB das economias do continente foi em média 2,5% (gráfico 3). O impacto da crise do Sudeste da Ásia é evidente nos números de 1998-99; a fase de recessão durou até 2002, com uma segunda baixa em 2002, provocada pelo impacto da crise na Argentina.

Na expansão econômica de 2003-2008, o crescimento do pcPIB da AS acelerou-se de forma considerável, alcançando uma média anual de 4,5%, quase duas vezes o ritmo dos anos 1990, para cair em 2009 com o impacto da crise global.

O desempenho do pcPIB da América Central e México mostra várias diferenças significativas. Mesmo que sua taxa média tenha sido um pouco mais baixa nos anos 1990, a fase de expansão durou mais tempo, até 2001, sem apresentar um impacto das crises na Ásia e na Rússia. No entanto, intimamente ligada pelo canal de exportação aos Estados Unidos, a região foi atingida pelos desenvolvimentos negativos na economia norte-americana no início dos anos 2000. O pcPIB da AC parou de crescer em 2001, para se recuperar a partir de então. A taxa média de crescimento entre 2003 e 2008 foi de 3,4%, mais alta que a média entre 1990-2000 (2,8%), mas menor que os números da AS para o mesmo período.

GRÁFICO 3

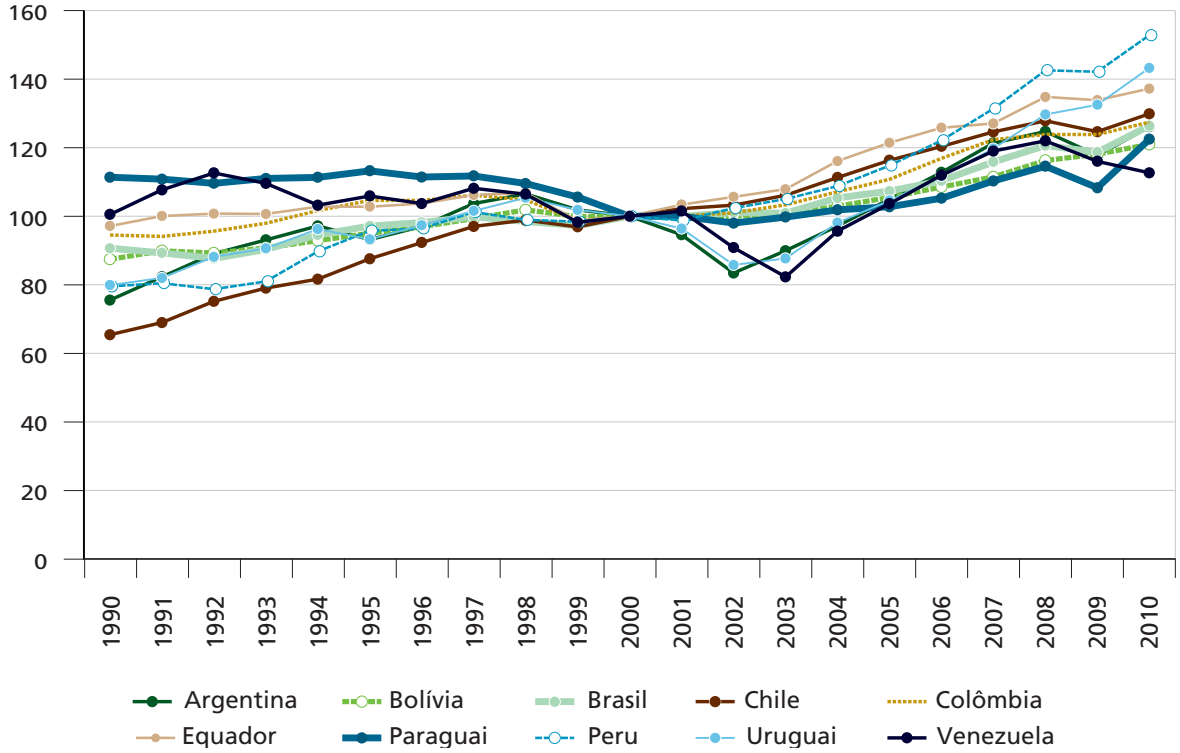
Taxa média de crescimento do PIB *per capita* (AS e AC)



Fonte: Cepalstat.

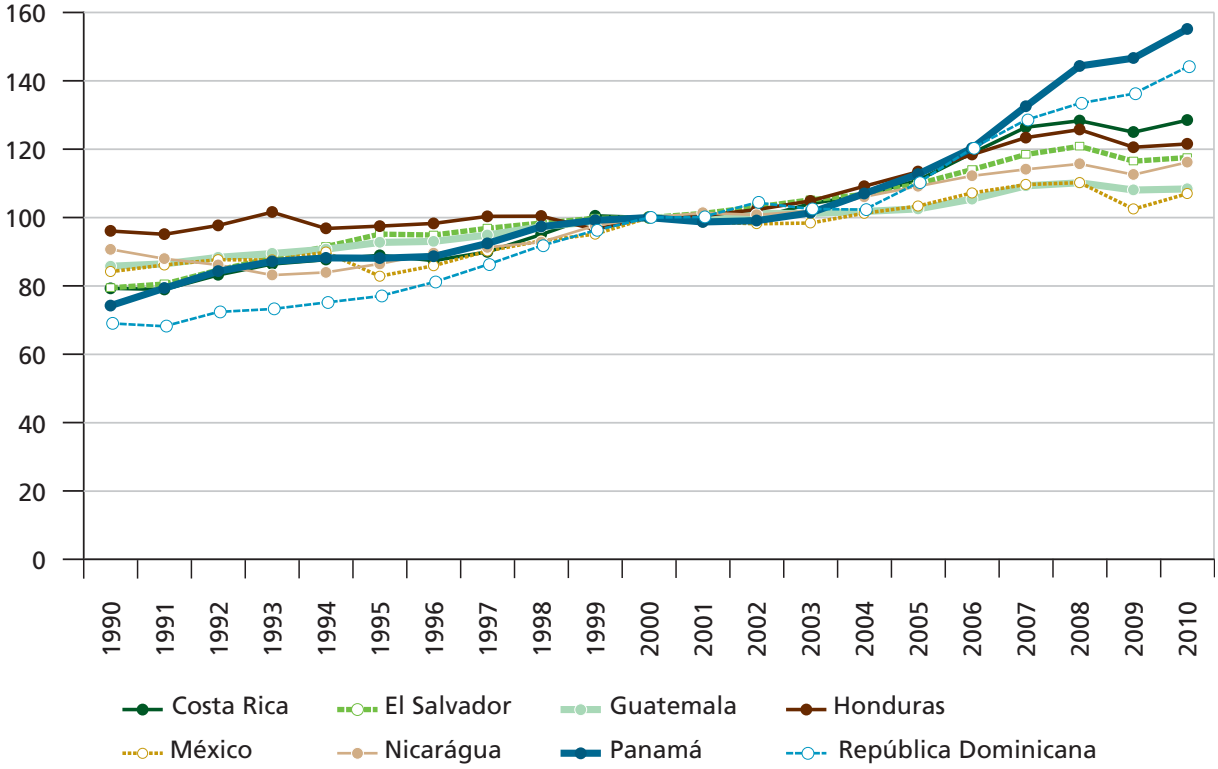
GRÁFICO 4

4A – PIB *per capita* – países da AS



Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

4B – PIB *per capita* – países da AC



Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

2.2 Avaliação econométrica do impacto da crise global

Uma forma sintética de medir a nova resiliência das economias de mercado emergentes é focar no desempenho do crescimento em 2009, o ano no qual os efeitos de recessão da crise global se concentram. Em 2009, o PIB dos países desenvolvidos caiu 3,4%, enquanto o PIB dos países em desenvolvimento cresceu 2,7%. Porém, os desempenhos de países do último grupo foram heterogêneos. Por um lado, há o desempenho catastrófico da Europa Central e do Leste, onde quase todas as economias sofreram recessão e a taxa média do PIB foi -3,6%. Por outro, somente algumas economias asiáticas em desenvolvimento sofreram recessão, e a taxa média regional de crescimento foi de 6,9%. Desempenhos nacionais foram mais heterogêneos na África e América Latina. Na América Latina, o impacto da recessão foi maior que no grupo de economias em desenvolvimento de forma geral. Decisivamente relevantes nestes resultados foram os efeitos da recessão norte-americana no México e na América Central. Enquanto o PIB da América do Sul caiu apenas 0,3% em média, o declínio do PIB do México foi muito maior: 6,1% naquele ano.

Neste artigo, interessa focalizar nos fatores que poderiam explicar as diferenças nacionais nas taxas de crescimento do PIB em 2009. Obviamente, o que se observa primeiro são os efeitos recessivos da contração do comércio internacional ocasionados pela recessão nas economias avançadas. Nenhum país poderia estar imune ao efeito recessivo da contração de exportações. A contração do comércio internacional foi o principal mecanismo de transmissão dos efeitos recessivos aos países em desenvolvimento. Estes efeitos são específicos para cada país porque eles dependem da inserção específica do país no comércio. Outro canal de transmissão real foi a queda nas remessas de trabalhadores imigrantes, particularmente importantes na América Central e no México. Estes efeitos também são específicos para cada país.

O outro mecanismo de transmissão dos efeitos recessivos é o canal financeiro. Este canal desempenhou um papel secundário em muitos países em desenvolvimento. Apesar do impacto, relativamente breve, do colapso que se seguiu à falência do banco Lehman Brothers, muitas economias em desenvolvimento conseguiram evitar ou atenuar os efeitos de contágio financeiro. Conforme mencionado, o fenômeno contrasta claramente com os importantes efeitos financeiros contagiosos das crises russa e asiática na América Latina e em outras economias de mercado emergente.

Com base nas considerações acima, a hipótese deste trabalho sobre a resiliência das economias de mercado emergentes perante a crise global é a seguinte: dados os efeitos recessivos específicos de cada país ao longo de todos os canais de transmissão reais, a resiliência de um país está relacionada

às políticas implementadas em anos anteriores e às suas consequências para a fragilidade do país diante dos choques externos. Estas políticas e seus resultados foram os fatores determinantes tanto da dissociação dos efeitos financeiros quanto da possibilidade de implementação de políticas anticíclicas.

Para testar a hipótese, foi avaliada uma amostra de 48 países em desenvolvimento e trinta países desenvolvidos. Esta amostra inclui dezesseis países da América Latina (os dezoito países considerados no artigo, com exceção da Bolívia e Venezuela). A variável dependente é a taxa de crescimento (y09) do PIB de 2009 (para preços constantes).

As variáveis independentes são as seguintes. Em primeiro lugar, incluiu-se a taxa de crescimento do valor das exportações em dólar de 2009 (*expo09*), como uma representação dos efeitos reais da contração do comércio exterior ocasionada pela recessão em economias avançadas. Outro conjunto de variáveis independentes aponta para os indicadores de fragilidade externa que os países exibiram no final de 2007 ou nos três anos anteriores (2005-2007). Estas variáveis são: a proporção da dívida externa de curto prazo/PIB no final de 2007 (*stermdebtgdp07*); a proporção conta corrente/PIB do período 2005-2007 (*caccountgdp0507*); e a razão reservas internacionais/PIB no final de 2007 (*reservgdp07*). Finalmente, foi incluída também como variável explanatória a taxa média de crescimento do PIB no período entre 2005 e 2007 (y0507). A seguir, são feitos comentários sobre as variáveis explanatórias, enquanto se discute a interpretação dos resultados obtidos.

Na amostra de países em desenvolvimento (48 países), a contração média no PIB em 2009 foi de 1,9% e a contração média no valor das exportações foi de 21,3%. A amostra inclui doze países que assinaram acordos de *stand-by* com o FMI entre julho de 2008 e novembro de 2009 (*dumimf* é uma variável *dummy* que é igual a 1 naqueles casos e zero no resto dos países). Neste grupo, a contração média do PIB em 2009 foi de 5,6%, enquanto o valor das exportações caiu 24,1%. No resto da amostra (36 países), a contração média do PIB em 2009 foi de 0,7% e as exportações caíram 20,4%. Na estimativa exibida a seguir, a proporção reservas internacionais/PIB é zerada nos doze casos de países com acordos de *stand-by*.

A tabela 1 mostra os resultados desta estimativa. A taxa do PIB em 2009 e as variáveis independentes são medidas em porcentagens, e então os coeficientes estimados permitem uma interpretação direta.

Como pode ser visto na tabela 1, o coeficiente da conta corrente é significativo a um nível de 8%, os coeficientes restantes são significativos a um nível de 4% no máximo, e a constante não é significativa.

O coeficiente das exportações é positivo. Ele indica um efeito recessivo de 0,23% do PIB de cada ponto percentual (p.p.) de contração no valor das exportações

em dólar. Com uma queda média do valor das exportações de 21,3% na amostra, a contração do valor do PIB resultaria, em média, de 4,9%.

O coeficiente de proporção dívida externa de curto prazo /PIB é negativo (-0,18). O coeficiente da razão conta corrente/PIB é positivo (0,227), com uma magnitude semelhante ao coeficiente de queda de exportações. O coeficiente da taxa média de crescimento entre 2005 e 2007 é positivo e sua magnitude é importante. Comentam-se estes resultados a seguir.

TABELA 1

Variável	Coeficiente	t-estatística	Probabilidade
expo09	0,231	3,545	0,001
stermdebtgdp07	-0,180	-2,337	0,024
caccountgdp0507	0,227	1,804	0,078
reservgdp07* (1- dumimf)	0,102	2,416	0,020
y0507	0,527	2,240	0,030
C	-0,276	-0,154	0,878

Obs.: Variável dependente: y09.
Rsquare= 0.48.
Método: OLS.
Observações incluídas: 48.
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance.

Finalmente, o coeficiente da razão reservas internacionais/PIB é positivo (0,10). Conforme indicado acima, foi zerada esta proporção nos casos de países com acordos de *Stand-by*. A hipótese por trás disto é que aqueles países tiveram que pedir ajuda ao FMI devido a sua insuficiente liquidez internacional. Já foi mencionado que o grupo de países em desenvolvimento que assinaram acordos de *stand-by* com o FMI sofreram uma contração média do PIB muito maior que o resto dos países na amostra. Por isso, a significância do coeficiente de reservas internacionais na estimativa poderia ser o resultado de sua taxa de contração mais elevada, explicada por fatores diferentes da disponibilidade de reservas internacionais. De fato, o coeficiente das reservas perde importância se acordos com o FMI não são levados em consideração e o coeficiente também não terá significação se a equação for estimada na subamostra de países sem acordos com o FMI. Por sua vez, se a variável *reservas* não for incluída, o coeficiente da variável *dummy* será -3 (significativo ao nível de 8%). Isto implica que, controlando pelo resto das variáveis independentes, o PIB dos países com acordos com o FMI se contraíra 3 p.p. a mais que no resto da amostra. Comentam-se estes resultados a seguir.

Quando a equação citada é estimada para a amostra de países desenvolvidos, somente o valor da variável *exportações* apresenta um coeficiente significativo. Ao contrário, na amostra de países em desenvolvimento, todas as variáveis incluídas

afetaram o nível de atividade em 2009, em conjunto com a queda no valor das exportações. Os resultados da estimativa mostram que, controlando-se pela queda nas exportações, os países que cresceram mais – ou se contraíram menos – em 2009, foram os que: experimentaram maiores taxas de crescimento prévias; tiveram menor endividamento de curto prazo; mostraram melhores resultados em conta corrente nos anos anteriores; apresentaram reservas internacionais maiores (ou não precisaram pedir ajuda ao FMI).

Para interpretar os resultados obtidos, parece razoável conjecturar que os diferentes efeitos dos choques financeiros externos gerados pela crise global estão relacionados ao grau de dependência do comportamento prévio da economia em relação aos afluxos de capital. Indicadores deste grau de dependência são: *i*) a situação da conta corrente; *ii*) a magnitude das necessidades financeiras dos setores público e privado; *iii*) a proporção de capital estrangeiro no financiamento de bancos, de empresas e do setor público; e *iv*) a magnitude das reservas internacionais. Estes dados indicam não apenas o grau de robustez da economia diante de uma parada súbita dos afluxos de capital, mas também o grau de liberdade da política interna para aplicar medidas anticíclicas.

O coeficiente dívida externa de curto prazo/PIB tem uma interpretação direta baseada no critério acima. Uma proporção mais baixa implica em uma influência menor da parada súbita dos afluxos de capital na geração de problemas de liquidez com efeitos recessivos. Deve-se mencionar que a proporção dívida de longo prazo/PIB é menos relevante que a proporção da dívida de curto prazo.

Os resultados mostram claramente que os países que precisaram de ajuda de *stand-by* do FMI sofreram recessões mais profundas que o resto. Além daquele resultado, pode-se indagar por que não foram identificados efeitos da quantidade de reservas internacionais nos níveis de atividade. Uma explicação possível é que muitos países detinham volumosas reservas internacionais e, no entanto, suas diferentes magnitudes não mostraram efeitos distintos nos níveis de atividade, o que se relaciona com as múltiplas funções que as reservas desempenham. De fato, uma função das reservas internacionais em uma parada súbita dos afluxos de capital é evitar a inadimplência de dívidas públicas e privadas e nenhuma inadimplência ocorreu na crise global (poder-se-ia conjecturar que, sem o apoio do FMI, eventos de inadimplência poderiam ter ocorrido nas economias que pediram ajuda).

A disponibilidade de reservas internacionais permite a provisão de liquidez na moeda internacional para os devedores públicos e privados que são forçados a cancelar suas dívidas externas em uma parada súbita, mas não impede os efeitos recessivos daqueles cancelamentos se as dívidas externas não são completamente refinanciadas em moeda local pelo sistema financeiro doméstico ou pelo governo.

Isto poderia explicar a relevância do coeficiente de dívida de curto prazo, apesar da disponibilidade de reservas volumosas.

Por sua vez, diversos países na amostra apresentam regimes cambiais flexíveis e deram espaço para a desvalorização de suas moedas quando os choques externos atingiram suas economias. Uma função das reservas internacionais nestes casos é permitir a intervenção oficial no mercado cambial para controlar a magnitude da desvalorização e evitar excessos e a formação de bolhas. Assim como as outras funções citadas, esta função das reservas internacionais não depende de suas distintas magnitudes nacionais, quando uma quantidade suficiente para desempenhar a função estiver disponível em muitos países.

Para interpretar o coeficiente do resultado em conta corrente em relação ao PIB no período 2005-2007, é útil expressar o resultado da conta corrente com a seguinte identidade:

$$(SP - IP) + (SG - IG) = CC.$$

Na equação, *SP* e *IP* indicam, respectivamente, poupança e investimento privado, e *SG* e *IG* indicam, respectivamente, poupança e investimento público. Os dois termos na primeira porção da identidade são os superávits financeiros dos setores privado e público, respectivamente. Uma conta corrente positiva implica um aumento na quantidade de ativos externos de propriedade de agentes residentes (ou uma diminuição na dívida externa líquida). Consequentemente, ela indica uma dependência menor de financiamento externo para fornecer os recursos monetários internacionais necessários para a operação normal da economia. Por seu turno, conforme expressa a identidade acima, um resultado positivo da conta corrente é um indicador de posições de superávit financeiro do governo, do setor privado, ou de ambos.

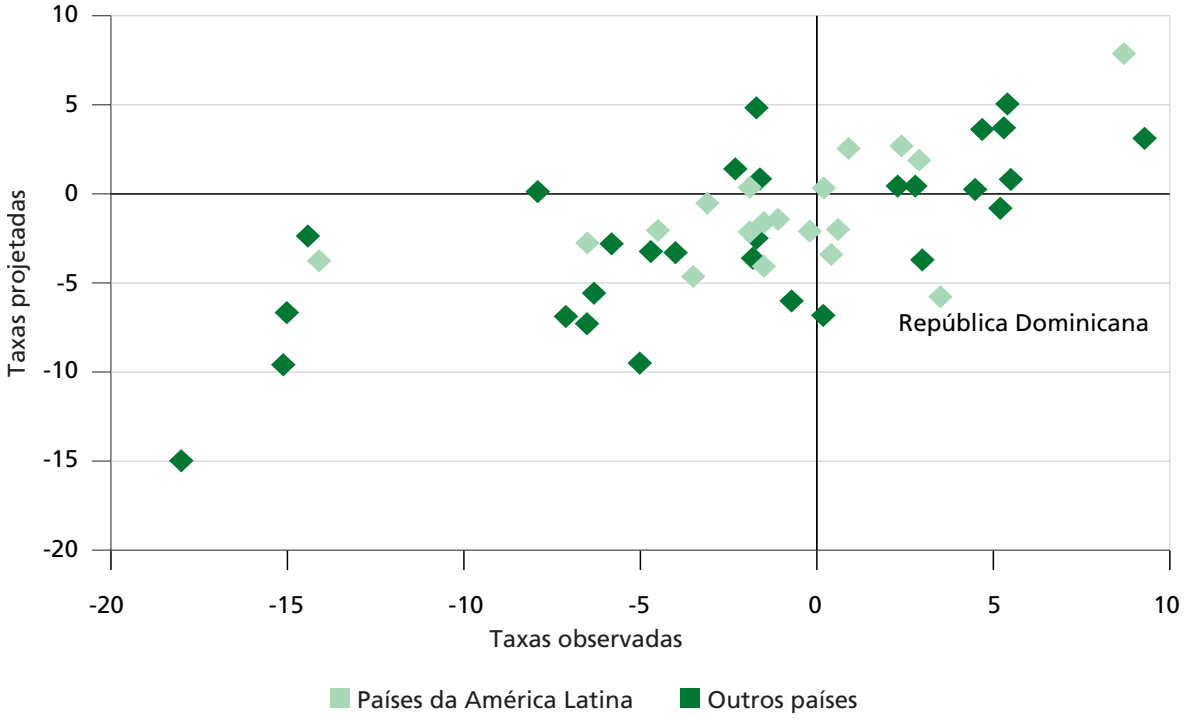
Assim, um superávit na conta corrente indica uma influência menor da parada súbita dos afluxos de capital na geração de situações de iliquidez com efeitos recessivos.

Pelo mesmo motivo, um resultado positivo da conta corrente indica maior espaço financeiro doméstico para que o governo financie a aplicação de políticas expansionistas.

2.2.1 Os países da América Latina

Conforme mencionado anteriormente, a amostra de países em desenvolvimento inclui as economias da América Latina consideradas neste artigo, com exceção da Bolívia e Venezuela. Pretende-se avaliar a precisão da estimativa no caso dos países da região. Para fazer isto, foram calculadas as taxas de crescimento do PIB em 2009 projetadas pela equação estimada. As taxas de crescimento do PIB observadas e projetadas para 2009 para os 48 países na amostra são apresentadas no gráfico 5.

GRÁFICO 5
Taxas de crescimento do PIB para 2009
(Em %)



Elaboração dos autores.

Para a amostra como um todo, o desvio padrão (standard deviation – SD) dos residuais é 4,4%, o máximo dos residuais é 9,3% e o mínimo é -12%. No grupo de países da América Latina, a média dos residuais é 0,6%; o SD é 3,1%, com um máximo de 9,3% e um mínimo de -3,7%. Então, no caso dos países da América Latina, a projeção mostra que há uma pequena sub estimativa de 0,6%, mas a correlação é semelhante ou melhor que na amostra toda.

O coeficiente de correlação entre as taxas de crescimento do PIB observadas e projetadas é 0,69 na amostra toda e 0,28 para a subamostra de países da América Latina. A diferença é principalmente explicada pelo caso da República Dominicana. Como pode ser observado no gráfico 5, este país é um caso isolado (*outlier*) tanto na amostra toda quanto na subamostra de países da América Latina. Se a República Dominicana for excluída tanto da amostra toda quanto da subamostra de países da América Latina, o coeficiente de correlação é 0,72 para toda a amostra, e 0,60 para a subamostra. A conclusão é que na subamostra de dezesseis países da região, o modelo apresenta uma correlação de qualidade semelhante àquela da amostra completa.

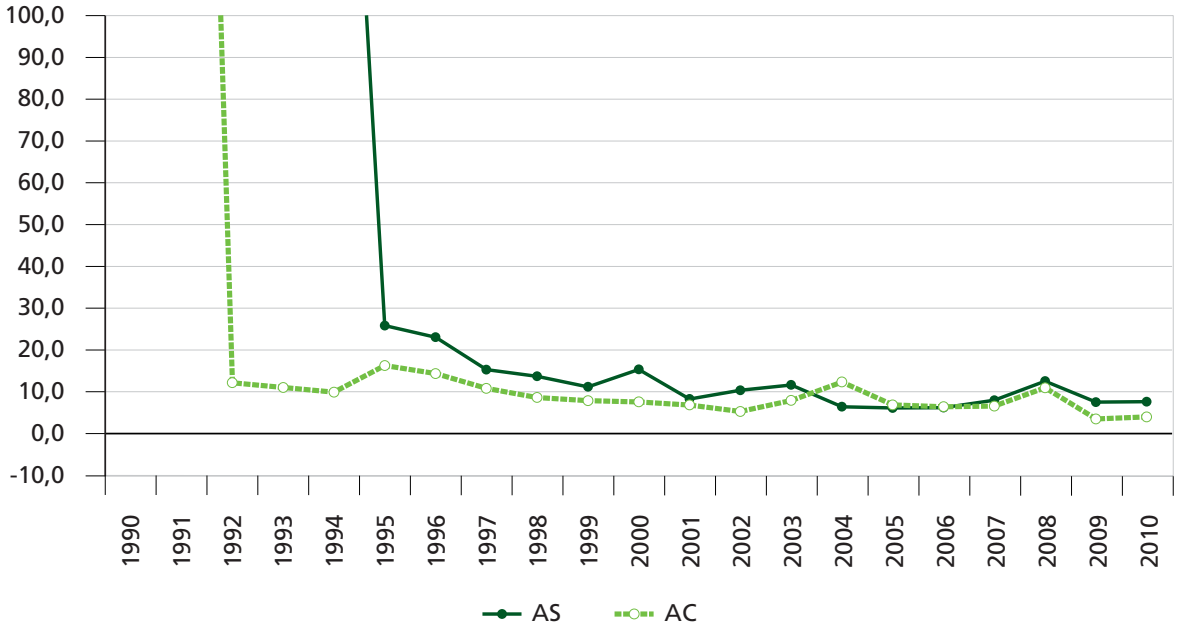
2.2.2 Inflação

A queda das taxas de inflação foi uma notável conquista das economias da AL nos anos 1990, consolidada nos anos 2000. Deve-se destacar que os melhores resultados anti-inflacionários ocorreram durante a fase expansionista dos anos 1990. Isto foi possível durante os programas de estabilização que, na maioria dos casos, empregaram a fixação de taxas de câmbio como a principal ferramenta anti-inflacionária, tendo por isso tendências de valorização da taxa de câmbio real (TCR) como efeito secundário, conforme discutido anteriormente.

Os gráficos 6A, 6B, e 6C mostram que as taxas médias de inflação foram muito altas no início dos anos 1990 (médias para o período ficariam, de fato, fora dos gráficos), com diversas economias experimentando taxas anuais de quatro dígitos – Argentina, Brasil, e Peru na América do Sul, Nicarágua na América Central. A maioria das economias foi capaz de cortar as taxas de inflação e as médias regionais caíram para abaixo de 10% a.a., em 1998 na América Central, e em 2004 nas economias da América do Sul. Também vale a pena citar que as depreciações consideráveis da taxa de câmbio observadas em vários países da América do Sul no período 1998-2003 foram absorvidas com um impacto limitado nas tendências inflacionárias. Ao final do período estudado, somente a Argentina e a Venezuela voltaram às taxas anuais de inflação de dois dígitos.

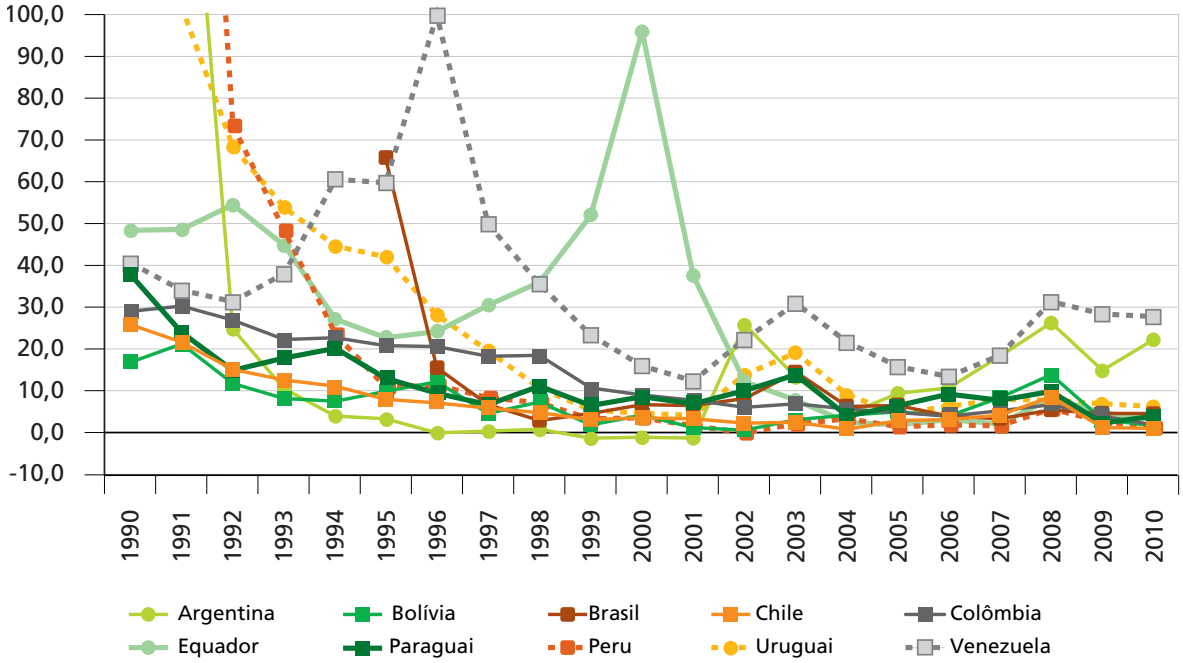
GRÁFICO 6

6A – Taxas médias anuais de inflação nos países da AS e AC – índices de preços ao consumidor



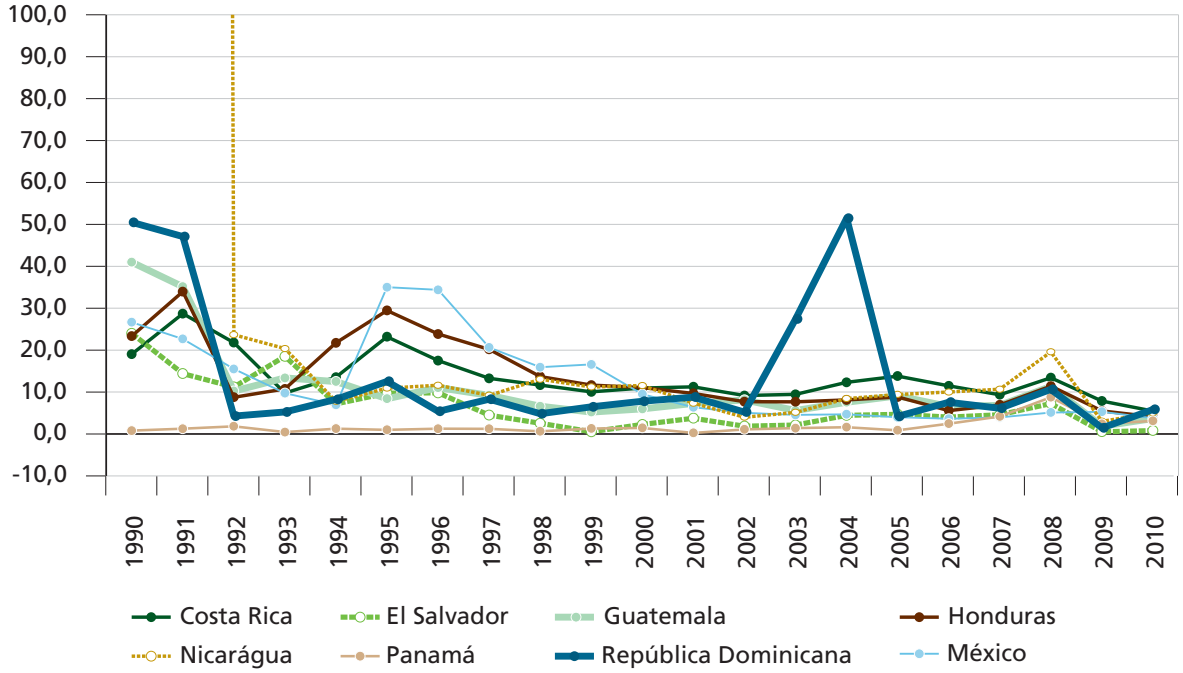
Fonte: Cepalstat.

6B – Taxas anuais de inflação em países da AS – índices de preços ao consumidor



Fonte: Cepalstat.
Obs.: a taxa argentina de inflação é a taxa oficial do IPC até 2006, e a taxa de inflação dos preços ao consumidor para sete províncias, publicada pelo Centro de Estudios para el Desarollo Argentino (Cenda) para o resto do período.

6C – Taxas anuais de inflação em países da AC – índices de preços ao consumidor

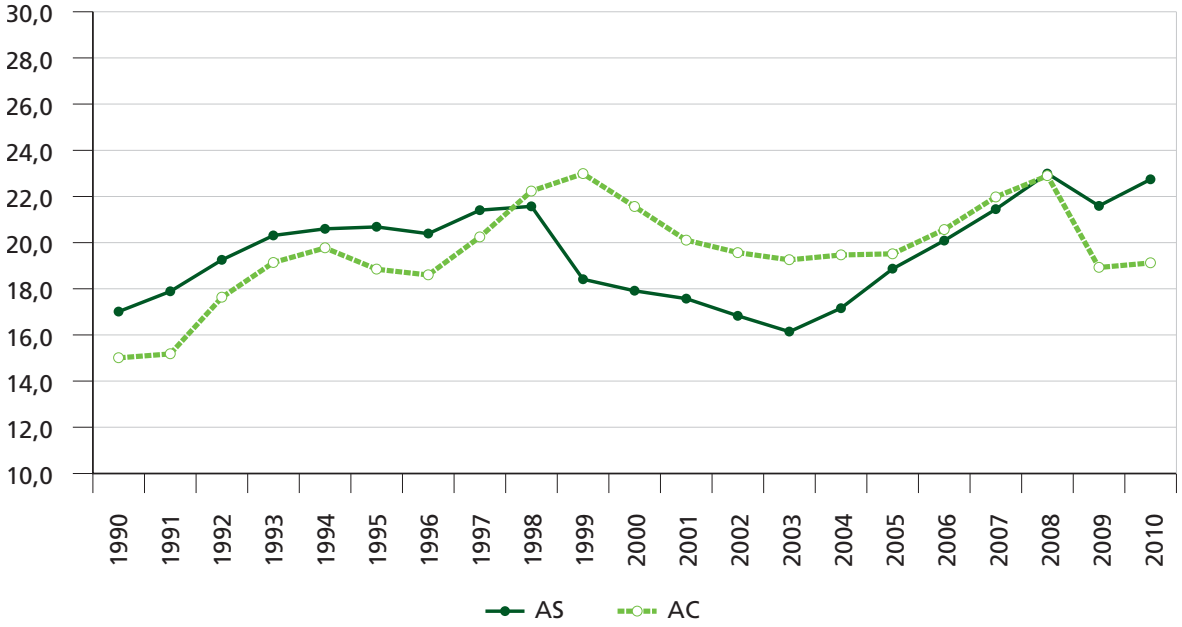


Fonte: Cepalstat.

2.2.3 Taxas de investimento

O comportamento das taxas de investimento foi claramente pró-cíclico (gráfico 7). Elas cresceram na AC e AS durante a expansão dos anos 1990. Assim como foi o caso com o pcPIB, a tendência crescente durou mais tempo para as economias da AC, que também sofreram de um declínio menos intenso que a região da AS no período intermediário. Mas taxas de investimento se recuperaram rapidamente na AS na expansão dos anos 2000; portanto, ambas as sub-regiões alcançaram picos semelhantes de aproximadamente 23% do PIB em média em 2008, para caírem, posteriormente, com a crise global.

GRÁFICO 7
Taxas médias de investimento nos países das sub-regiões AS e AC em relação ao PIB
(Em %)



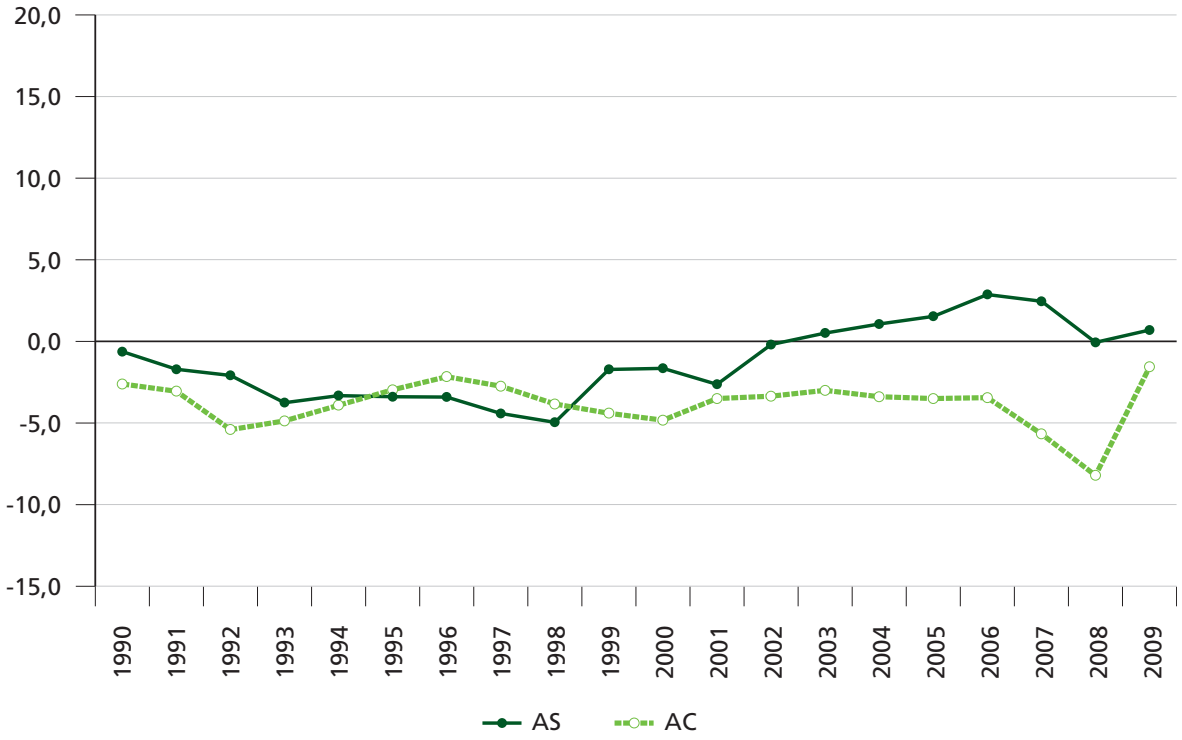
Fonte: Cepalstat.

2.2.4 Os resultados em conta corrente

Um dos fatos estilizados mais marcantes da evolução das economias da AS no período foi que, ao contrário dos eventos nos anos 1990, a recuperação das taxas de investimento nos anos 2000 não dependeu da poupança externa. Este fato, um fator importante a respeito da sustentabilidade do crescimento, pode ser observado na mudança no resultado médio de conta corrente da sub-região (gráfico 8). Mais precisamente, poupanças estrangeiras se tornaram negativas na maioria dos países da AS: em 1997, ao final do período de expansão dos anos 1990, somente a Venezuela apresentou um superávit em

conta corrente entre as dez economias da AS consideradas aqui. O mesmo ocorreu em 2001. Mas em 2003, metade das economias do grupo mostraram superávits em conta corrente e, em 2005, o único déficit foi o registrado na Colômbia. O desempenho deste país diferiu do resto dos países da região da AS, uma vez que sua conta corrente continuou a apresentar déficit nos anos 2000. Porém, várias das economias que mostraram superávits desde 2003 passaram a apresentar déficits a partir de 2008, conforme se verá a seguir.

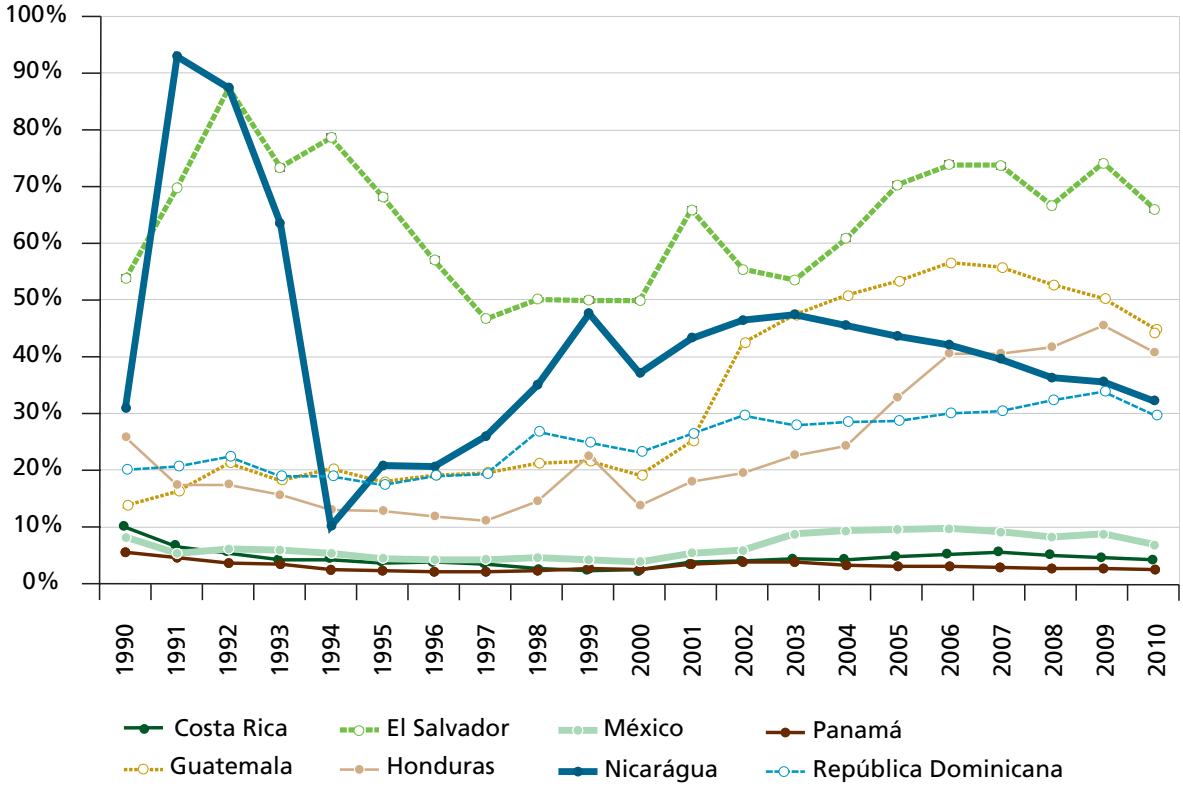
GRÁFICO 8
Resultados de conta corrente – média para sub-região
(Em % do PIB)



Fonte: Cepalstat.

Novamente, o contraste entre as expansões da AS de 2003-2008 e de 1990-1997 deve ser destacado. Ao contrário do último período mencionado, a expansão econômica dos anos 2000 não dependeu das poupanças estrangeiras, como mencionado anteriormente.

GRÁFICO 9
Contas correntes na AC: transferências correntes unilaterais – crédito em relação ao total de exportações
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

Há também um contraste claro entre a evolução das contas correntes na AS e na AC. Assim como as economias da AS, os países da AC dependiam da poupança externa durante o período 1990-1997, mas não precisaram se ajustar à parada súbita dos afluxos de capital de 1997-1998, nem mostraram uma melhoria nos anos 2000. Isto pode ser visto no resultado médio de conta corrente na sub-região (gráfico 8), mas também é verdadeiro para cada país do grupo de forma individual.

Um aspecto notável sobre o desempenho em conta corrente das economias da AC é que elas estiveram sistematicamente em déficit apesar de grandes fluxos, em alguns casos, de transferências unilaterais do exterior, como uma consequência da emigração de mão de obra (gráfico 9). Estas transferências foram particularmente altas em El Salvador, Panamá, Honduras, Nicarágua e República Dominicana, e também foram muito significativas no México, mesmo que neste caso pareçam menores quando medidas como uma porcentagem do total de exportações.

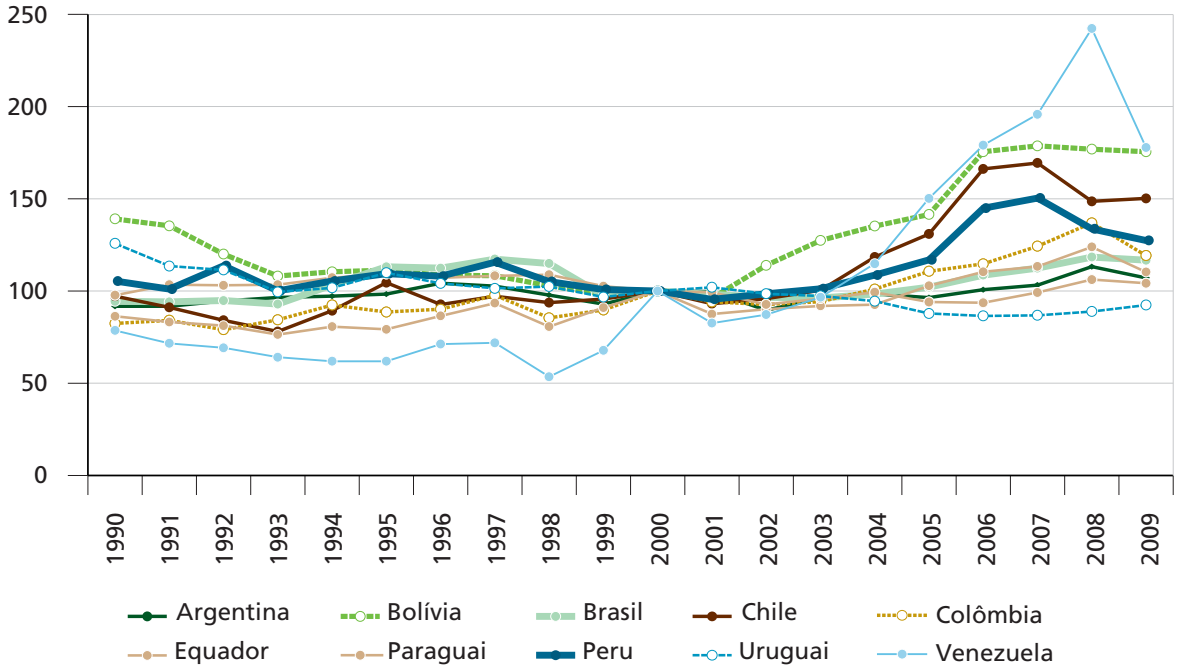
2.2.5 Termos de troca

O fato mais notável sobre a evolução dos termos de troca (ToTs) no período 1990-2010 foi o aumento significativo no indicador para a maioria das economias

da AS, que foi particularmente elevado para países exportadores de minerais (gráfico 9), e isto influencia a explicação quanto às melhorias observadas nos resultados em conta corrente. O aumento foi particularmente relevante a partir de 2003. De forma comparativa, a evolução negativa observada em diversos países depois da mudança desfavorável de 1997 no contexto internacional parece relativamente branda.

GRÁFICO 10

10 A – Índices dos termos de troca para países da AS

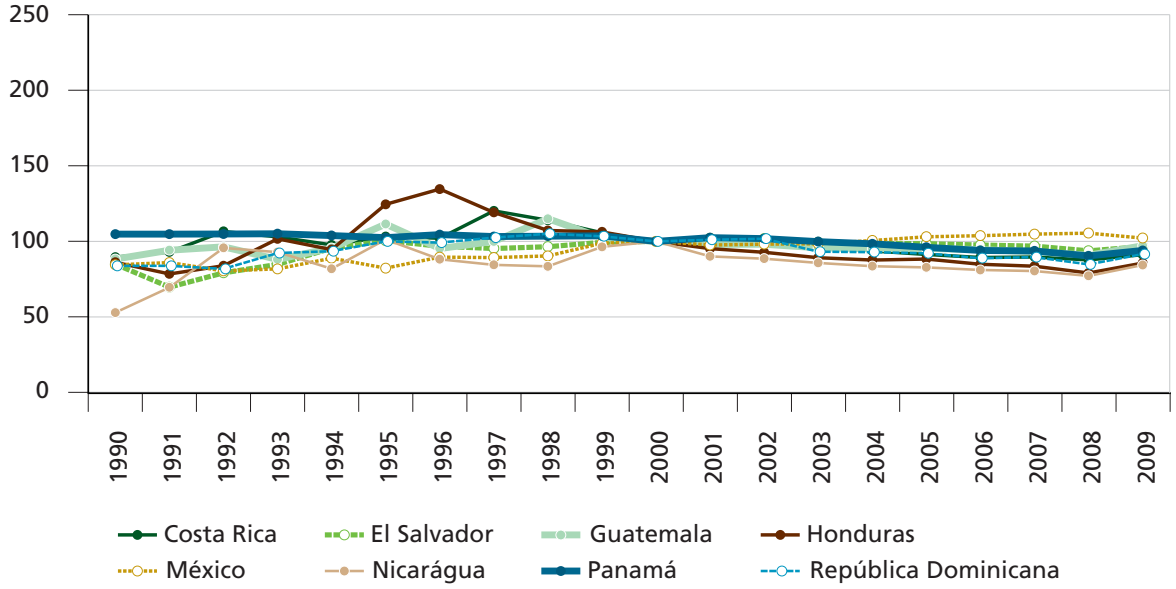


Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

Todavia, o desempenho do indicador observado foi completamente diferente nos países da AC. A principal diferença é que, neste caso, os ToTs não apresentaram nenhuma melhoria nos anos 2000. Ao contrário, o indicador continuou caindo, com a exceção apenas do México, principalmente como uma consequência de estas economias serem importadoras de petróleo e alimentos, recebendo, portanto, um impacto predominantemente negativo dos aumentos nos preços das *commodities*.

A flutuação dos ToTs durante a crise global foi mais intensa na AS que na AC. Entretanto, em 2009, em ambas as sub-regiões, os ToTs eram, em média, próximos aos níveis apresentados em 2006. Na AS, isto foi uma consequência do aumento significativo em 2007-2008 (durante a primeira fase da crise global), seguido por uma queda em 2009, enquanto na AC as flutuações foram brandas e predominantemente negativas entre 2006-2008, para se recuperarem um pouco em 2009, na maioria dos casos.

10 B – Índices dos termos de troca para os países da AC



Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

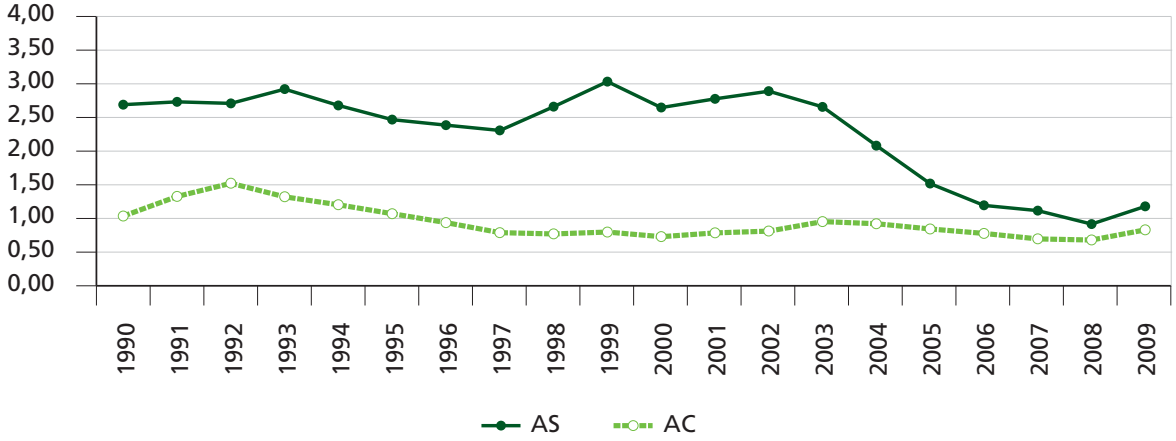
2.2.6 Dívida externa e acúmulo de reservas

A mudança nos resultados em conta corrente na AS nos anos 2000 contribuíra para uma vulnerabilidade financeira reduzida das economias da área. A evolução da dívida externa e das reservas estrangeiras reforça esta percepção.

De fato, o desempenho em conta corrente da AS permitiu uma redução substancial da proeminente dívida externa a partir de 2003, como mostram os gráficos 11A e 11B. A razão média entre a dívida externa e as exportações anuais caiu de quase 3 em 2002 para menos de 1 em 2008. Este é outro fato estilizado a respeito do qual a expansão dos anos 2000 parece muito diferente do que foi observado nos anos 1990.

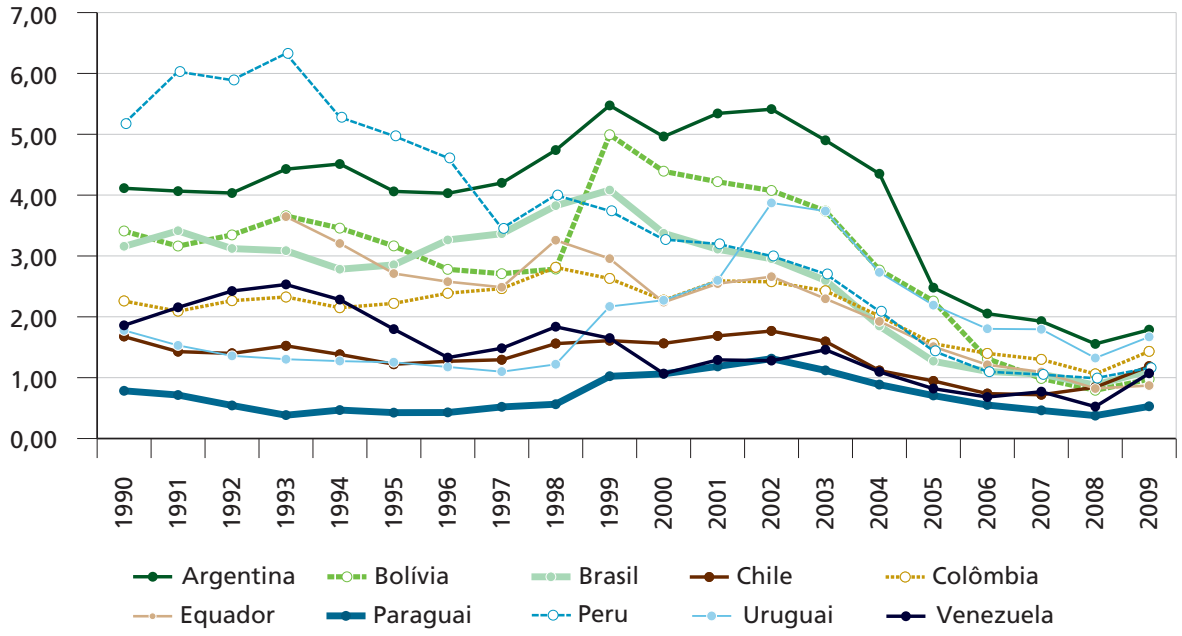
GRÁFICO 11

11 A – Proporção da dívida externa com relação ao total de exportações – média por sub-região



Fonte: Cepalstat.

11 B – Proporção da dívida externa em relação ao total de exportações para países da AS
(Em %)



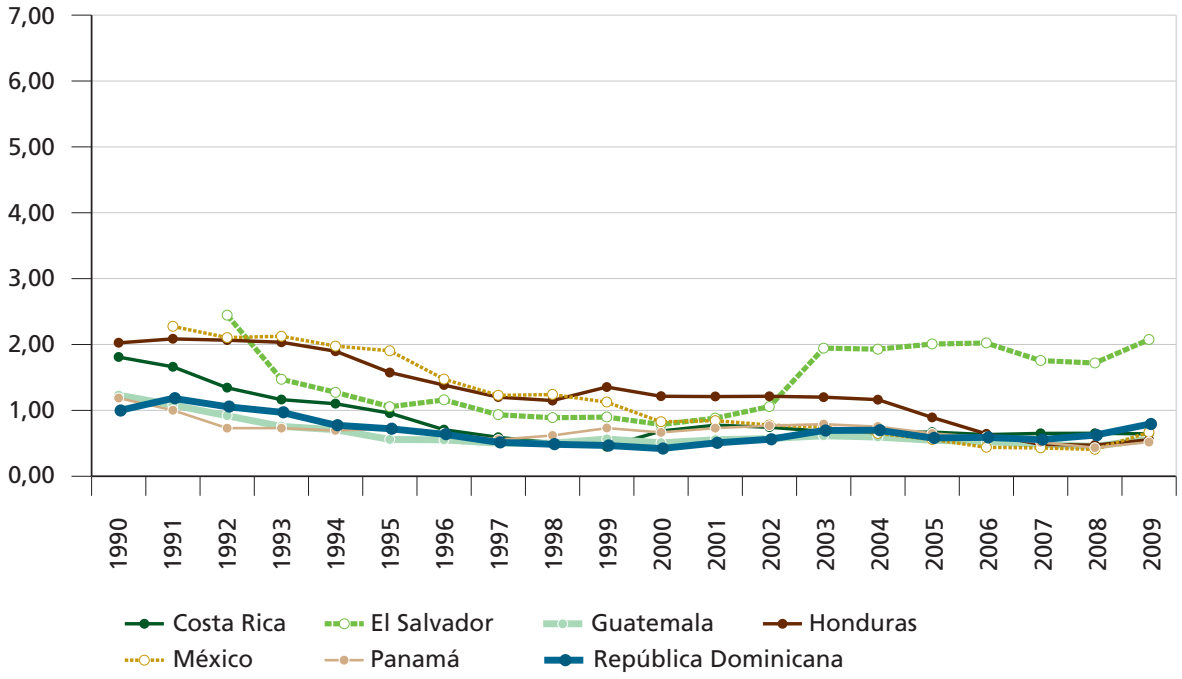
Fonte: Cepalstat.

O desempenho das economias da AC, no entanto, foi muito diferente. A razão média entre a dívida externa e as exportações sempre foi consideravelmente mais baixa, principalmente em consequência do fato de estas economias serem muito mais abertas que as economias da AS – uma abertura de 85% para todo o período em média, contra 47% para os países da AS, calculada como a proporção da soma de exportações e importações em relação ao PIB, todas medidas em dólares norte-americanos constantes.

Apesar de apresentarem um déficit permanente em suas contas correntes, as economias da AC experimentaram uma tendência estável ao declínio de sua taxa de dívida externa desde o início dos anos 1990, com a exceção do período 2000-2003 (gráficos 11A e 11C).

Além disso, ao contrário da maioria das economias da AS, uma grande parte destas obrigações pertence às linhas de crédito obtidas de agências multilaterais como o FMI, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Banco Mundial, ou de governos de países desenvolvidos.

11C – Proporção da dívida externa em relação ao total de exportações para países da AC
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

A redução do peso da dívida externa é, claramente, um indicador de uma vulnerabilidade financeira reduzida. Isto pode ser observado também no fato de que, diferentemente dos trinta anos anteriores de globalização financeira, o pagamento de juros passou a apresentar um peso muito menor no retorno de investimentos estrangeiros. Por sua vez, os retornos de investimentos também apresentaram um peso menor nos resultados em conta corrente, e se explicam em grande parte pelos lucros e dividendos obtidos pelos investimentos estrangeiros diretos.

Os juros das obrigações com dívidas externas em moeda internacional precisam necessariamente ser pagos nesta moeda e são uma variável inerte no débito em conta corrente. Ao contrário, os lucros dos investimentos estrangeiros diretos (IEDs) são predominantemente obtidos em moeda local e seu valor, medido em moeda internacional, cai quando a taxa cambial se deprecia, por exemplo quando ocorre uma parada súbita dos afluxos de capital. Além disso, as autoridades podem estabelecer limites temporários ou restrições quanto à transferência de lucros para o exterior. Por seu turno, em condições normais, uma parte importante dos lucros do IED é usada pelas empresas para financiar novos investimentos (e estes fluxos são registrados no balanço de pagamentos

como novos afluxos de IED). Portanto, uma fração significativa do débito em conta corrente com relação aos lucros do IED apresenta um financiamento relativamente automático. Neste caso, a fração reinvestida dos lucros não passa pelo canal do mercado de divisas. Como consequência disto, considerando-se um dado déficit em conta corrente, a vulnerabilidade externa associada a este resultado é agora consideravelmente menor que antes.

Entre 1999 e 2010, o peso do pagamento de juros nos fluxos totais em relação ao retorno do investimento estrangeiro caiu de 39,7% para 11,4% no Brasil; de 40,8% para 7,4% no Chile; de 82,8% para 26,3% na Colômbia; e de 93,7% para 9,3% no Peru. Ele também caiu em outras economias da AS consideradas aqui – com exceção da Argentina, onde o peso dos juros aumentara suavemente mas no contexto de um fluxo total consideravelmente mais baixo de retornos de investimentos estrangeiros, medido como proporção do total de exportações, em 2010, em comparação com 1999. O México apresenta uma situação um pouco diferente porque o peso dos pagamentos de juros se reduziu muito menos que nos outros países relacionados, caindo de 75,7% em 1999 para 63,8% em 2010. Algo muito parecido pode ser dito para a maioria dos países da AC sob consideração. A exceção mais importante é Honduras, onde o pagamento de juros caiu de 81,5% do total de fluxos de retornos de investimento estrangeiro em 1999 para somente 13,8% em 2010, seguida da Nicarágua (de 72,6% para 37,9%).

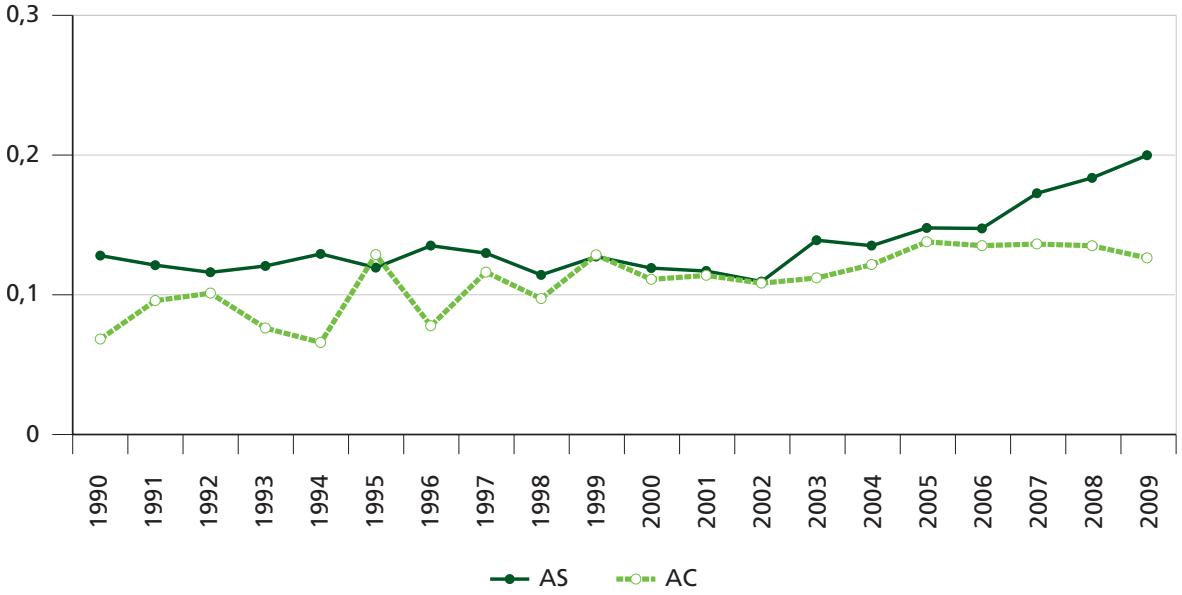
Outro fato notável é que, entre os doze países da AL que mostraram déficits em conta corrente em 2010 (ou em 2009, de acordo com a disponibilidade de dados), nove deles – Brasil, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, México, Paraguai e Peru – foram capazes de financiar todo o déficit com afluxos de IED, com um componente importante de reinvestimento de lucros. As exceções foram Equador, Nicarágua e República Dominicana.

Outro indicador de baixa vulnerabilidade financeira das economias da AL nos anos 2000 é o acúmulo de reservas internacionais. Como pode ser observado no gráfico 12A, ele foi especialmente intenso na AS a partir de 2002.

Na região da AC, o aumento nas reservas internacionais foi, em média, menos intenso. Além disso, ao contrário das economias da AS, cinco países da AC fecharam acordos de *stand-by* com o FMI entre abril de 2008 e dezembro de 2009 – Honduras, Costa Rica, República Dominicana, El Salvador e Guatemala.

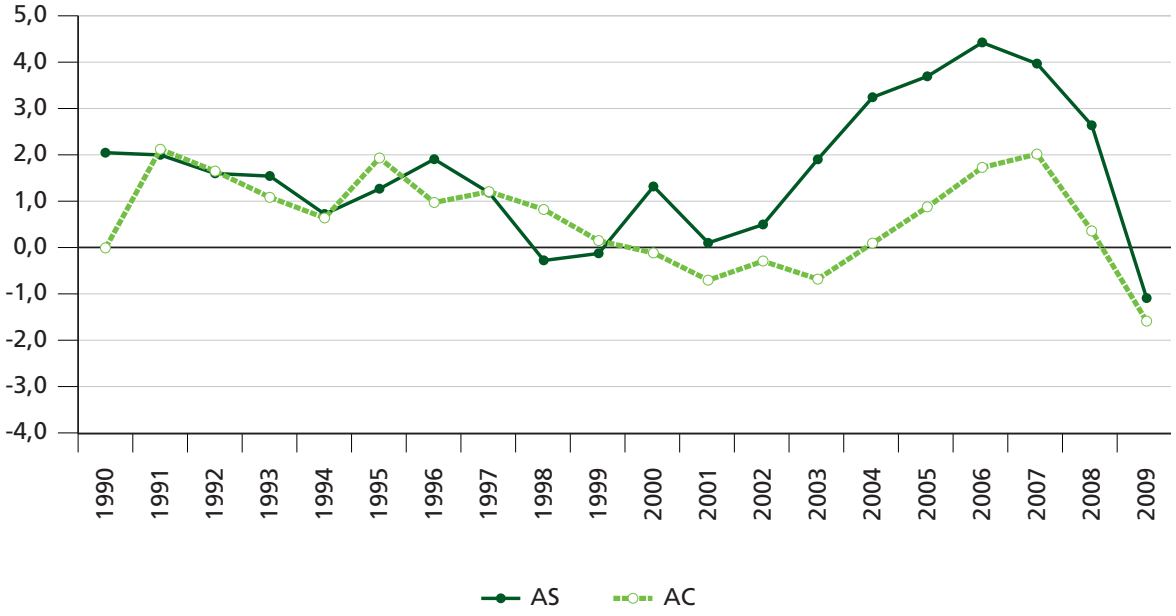
GRÁFICO 12

12A – Proporção de reservas internacionais em relação ao PIB – média por sub-região
(Em %)



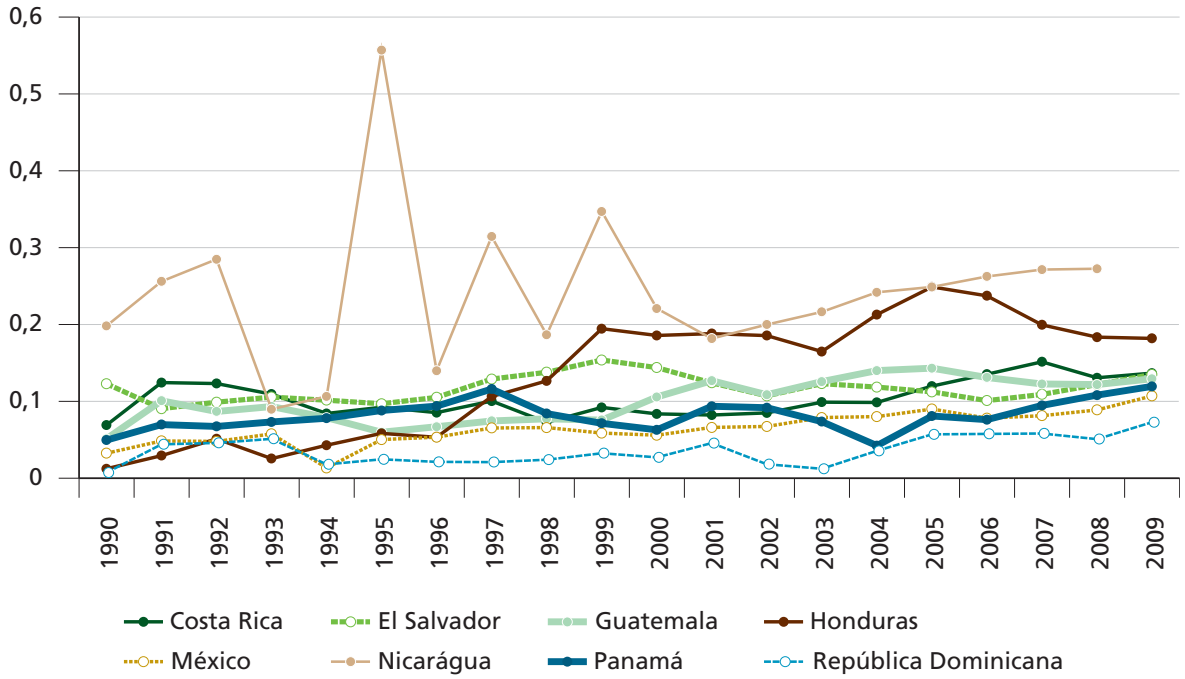
Fonte: Cepalstat.

12B – Reservas internacionais em relação ao PIB – países da AS
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

12C – Proporção de reservas internacionais em relação ao PIB – países da AC
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

2.2.7 O panorama fiscal

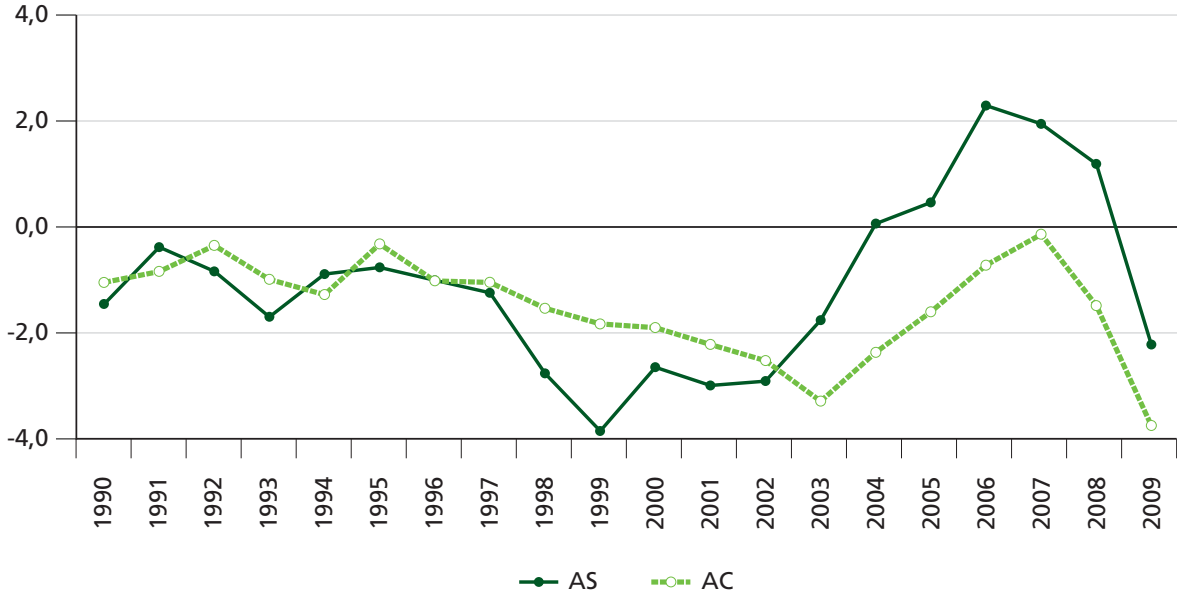
A tendência à melhoria do desempenho fiscal em países da América Latina no período considerado no artigo foi, em parte, o resultado da já citada adoção de medidas fiscais orientadas para corrigir o viés pró-déficit característico de décadas anteriores. No entanto, a evolução das contas fiscais agregadas parece muito diferente na expansão dos anos 2000, quando comparada com o histórico anterior (gráficos 13A e 13B). Na realidade, ambas as sub-regiões mostraram superávits primários variando entre 1% e 2% do PIB nos anos 1990, até 1997, e déficits fiscais moderados no mesmo período. Para diversas economias da AL, este desempenho fiscal nos anos 1990, representou uma melhoria significativa em comparação com o observado nos anos 1980, por exemplo. Mas a partir de 1997, em parte pelos efeitos indiretos das crises no Sudeste da Ásia e na Rússia, as economias da AS mostraram em média, até 2002, um aumento importante no déficit fiscal, particularmente considerável entre 1997 e 1999. No entanto, uma tendência positiva nos resultados primários pode ser observada em 1998-2002 em economias da AS, apesar da fase recessiva, o que evidencia, portanto, o viés pró-cíclico das políticas fiscais no período.

O resultado primário médio das contas públicas nas economias da AC também foi negativo em 2001, quando elas sofreram o impacto da recessão nos Estados Unidos.

GRÁFICO 13

13A – Resultados fiscais como proporção do PIB no setor público não financeiro – média por sub-região

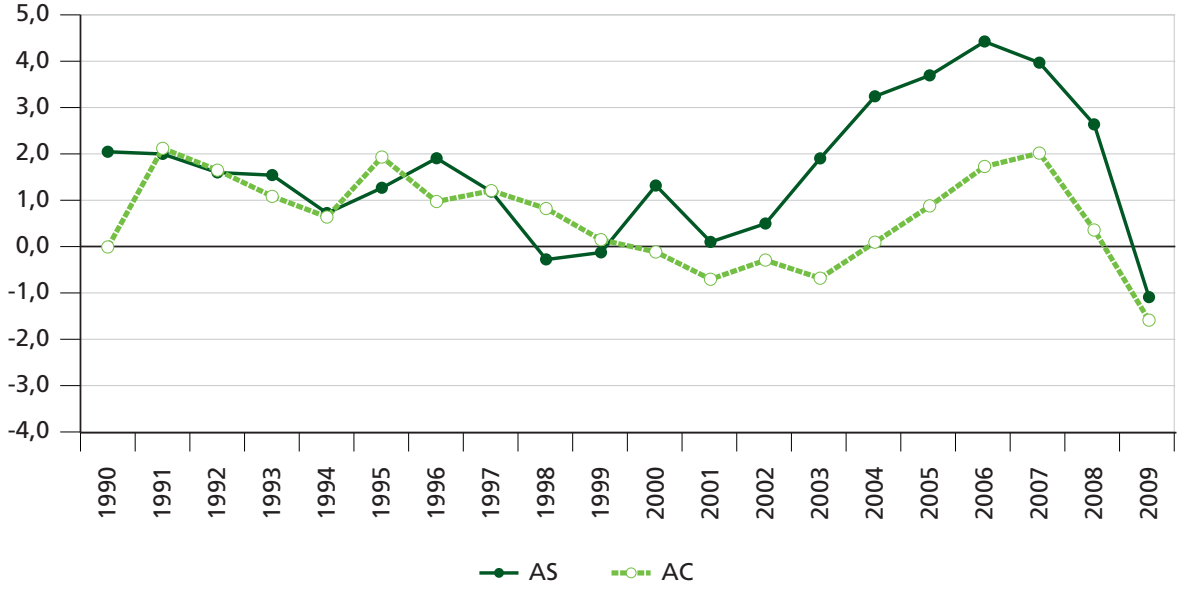
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

13B – Resultados fiscais primários como proporção do PIB no setor público não financeiro – média por sub-região

(Em %)



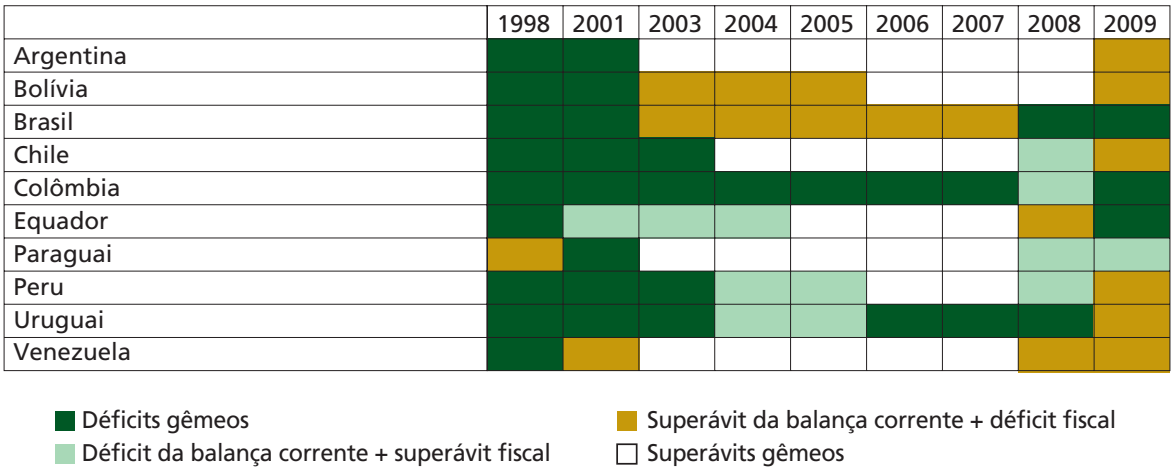
Fonte: Cepalstat.

As duas sub-regiões mostraram melhorias significativas nos resultados fiscais a partir de 2003, até 2007, mas esta mudança foi consideravelmente mais intensa para as economias da AS. Mais tarde, a partir de 2007, os números fiscais pioraram como uma consequência do impacto da crise global.

De déficits gêmeos para superávits gêmeos

A significativa redução na vulnerabilidade financeira das economias da AS nos anos 2000 pode ser avaliada mais claramente se considerados em conjunto a evolução dos resultados fiscais e das contas correntes, sobre os quais já se comentou. Como pode ser observado no gráfico 14, a maioria dos países da AS exibira déficits gêmeos no final da década de 1990 e início dos anos 2000, mas isto mudou de forma expressiva a partir de 2002. Em 2006 e 2007, sete de dez países da AS apresentaram superávits gêmeos. Posteriormente, a situação se deteriorou com a crise global de 2008-2009.

GRÁFICO 14
A passagem de déficits gêmeos para superávits gêmeos



Fonte: Cepalstat.

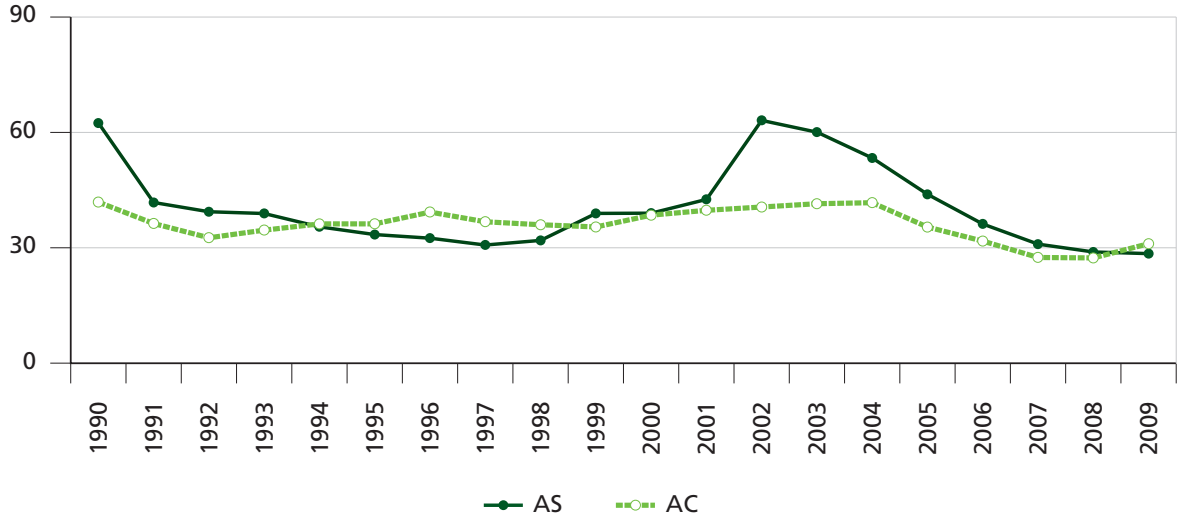
2.2.8 Dívida pública

Assim como ocorreu com a dívida externa, a proporção da dívida pública em relação ao PIB nas economias da AS evidenciara uma tendência de declínio significativa a partir de 2002. Este declínio foi geral, mesmo se houver sido liderado pela Argentina particularmente como uma consequência da reestruturação da dívida em 2005.

Portanto, pode-se afirmar que os regimes de política macroeconômica que prevaleceram na AS nos anos 2000 permitiram que estes países produzissem uma mudança significativa em algumas relações entre estoques e fluxos que são fundamentais para definir o grau de vulnerabilidade financeira, como a relação dívida externa/PIB, ou dívida pública/PIB, por exemplo. Claramente diferente das tendências recentes nos países desenvolvidos, as economias da AS suportam, no presente, uma carga aliviada das dívidas pública e externa.

As economias da AC também mostraram um declínio neste indicador, mas muito menor. Assim como o gráfico 15 ilustra, ambas as regiões alcançaram a proporção mais baixa da dívida pública com relação ao PIB de todo o grupo em 2008.

GRÁFICO 15
Proporção da dívida pública com relação ao PIB – média por sub-região
(Em %)

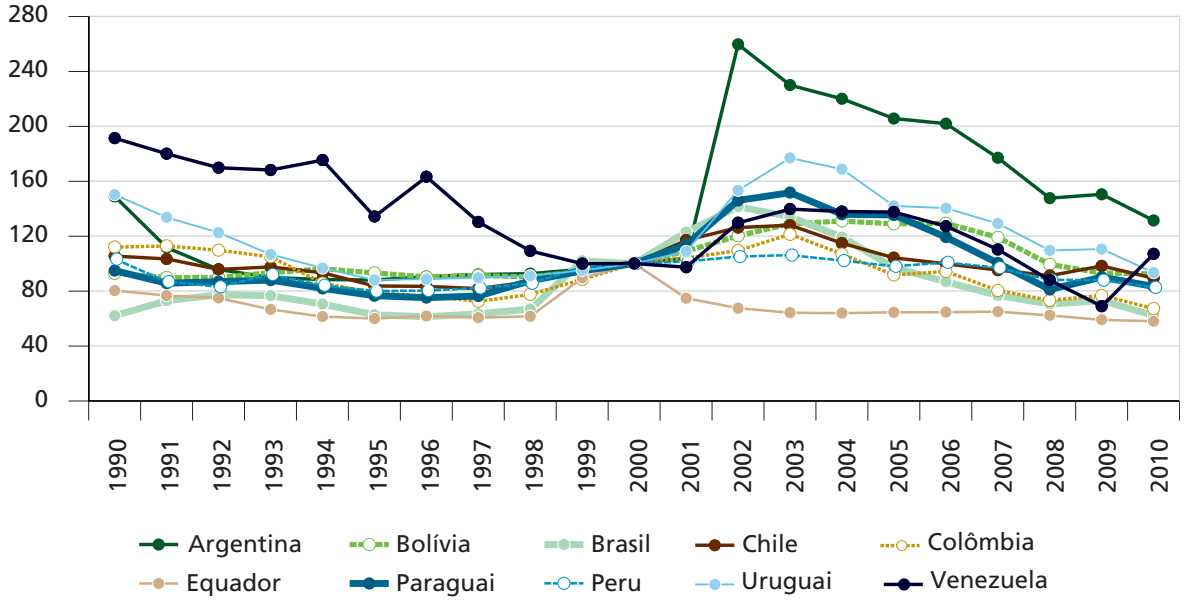


Fonte: Cepalstat.

2.2.9 Políticas cambiais e evolução das taxas de câmbio reais

Nos gráficos 16A e 16B é apresentada evolução das reais taxas de câmbio bilaterais nas economias da AS e AC em comparação com o dólar norte-americano, de 1990 a 2010.

GRÁFICO 16
16A – Taxas de câmbio bilaterais reais em comparação com o dólar norte-americano – AS



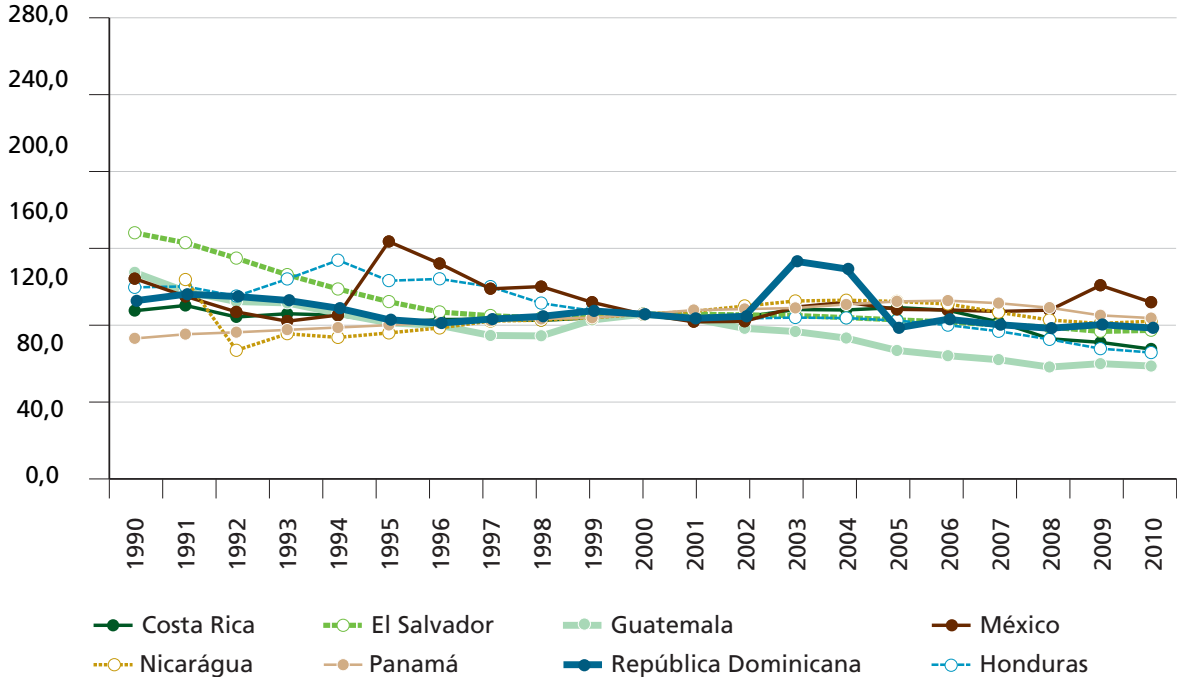
Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

O padrão típico da AS mostra apreciações reais no início dos anos 1990, até 1995, principalmente devido à utilização da taxa de câmbio como uma âncora nominal para combater a inflação, em diversos países.

Uma relativa estabilidade é obervada até 1998, geralmente seguida por depreciações reais em 1998-2003 e apreciações reais a partir de então, com uma breve pausa em vários países em 2009.

Para enfrentar os impactos reais e financeiros do contágio das crises na Ásia e na Rússia em 1997 e 1998, Brasil, Colômbia e Chile adotaram regimes de flutuação cambial e esquemas de metas de inflação em 1999. O Peru já havia adotado um regime de flutuação administrada desde o início dos anos 1990 e também adotou formalmente uma política de metas de inflação em 2002. A Argentina e o Uruguai mantiveram taxas de câmbio fixas e TCRs apreciadas até a crise de 2001-2002, quando ambos os países mudaram para regimes de flutuação. O Peru compartilha com outros países da AS o padrão dinâmico de evolução da TCR, mas com menor volatilidade. O Paraguai, que manteve um regime cambial de flutuação administrada, e a Bolívia, que controlou a taxa de câmbio por meio de *crawling peg*, experimentaram tendências da TCR semelhantes a outras economias da AS. Somente dois países na AS fogem do padrão comum já descrito: o Equador, que se dolarizou em 2000; e a Venezuela, com uma política cambial errática e intensas flutuações na TCR no período.

16B – Taxas de câmbio bilaterais reais em comparação com o dólar norte-americano – AC



Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

A maior parte dos países da AC mantiveram regimes cambiais tipo *crawling peg* ou de flutuação administrada com altos níveis de intervenção, prevenindo, então, grandes oscilações nas taxas nominais e reais de câmbio. Costa Rica, Nicarágua, Honduras e Guatemala pertencem a este grupo, assim como a República Dominicana, mas no caso deste país houve um episódio de forte depreciação seguida de uma reversão repentina no período entre 2003 e 2005. O México é um caso diferente, no qual a depreciação de 1995 se destaca, seguida de um longo período de apreciação, e depreciações reais mais uma vez em 2003-2004 e 2009. Os outros dois casos entre as economias da AC consideradas aqui se referem às economias dolarizadas do Panamá e El Salvador. Este último país fixou a taxa de câmbio nominal em 1994-1995 com convertibilidade livre da moeda, para finalmente se dolarizar no início de 2001.

Na AC, as taxas de câmbio bilaterais seguiram uma evolução muito mais estável que na AS. Elas não experimentaram uma tendência generalizada de valorização no início dos anos 1990 (as exceções foram El Salvador e México); nenhum impacto das crises na Ásia ocidental e na Rússia, em 1997, pôde ser observado. Elas passaram por depreciações reais leves de 2001-2003 e por apreciações moderadas a partir de então. Houve, no entanto, processos de valorização real mais importantes em alguns casos: El Salvador entre 1991 e 1997; Guatemala entre 2000 e 2010; e Honduras entre 1994 e 2010.

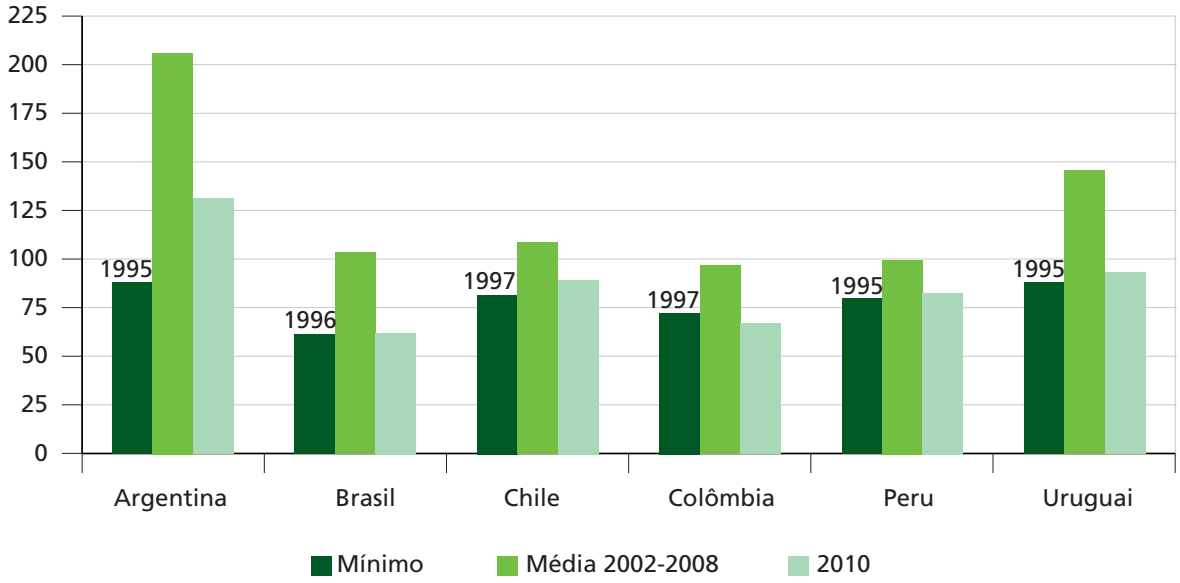
Nenhuma variação importante das taxas de câmbio reais foi observada na AC em 2008-2009, com exceção de uma significativa depreciação no México em 2009. Ao contrário, as economias da AS experimentaram uma tendência generalizada de valorização em 2008, interrompida em alguns países em 2009, mas todos eles voltaram a sofrer valorização em 2010. Por isso, em 2010, as TCRs na AS estavam 35% abaixo do nível de 2003, em média. Em cada uma das economias da AS em consideração aqui, a TCR bilateral com os Estados Unidos valorizou naquele período, e em alguns casos de forma considerável (com 53% no Brasil como o valor mais alto). Na AC, a valorização média foi de 15% entre 2003 e 2010.

Alguns pontos merecem ser destacados. Em primeiro lugar, as TCRs alcançadas, em 2002-2003, em cada país da AS, atingiram os níveis mais depreciados desde a recuperação do acesso aos fluxos voluntários de financiamento internacional por parte da região, por vota de 1990 (gráfico 17). Em segundo lugar, as depreciações reais no período após as crises da Ásia tiveram um impacto significativo nos resultados de conta corrente, antes da ocorrência dos aumentos nos preços das *commodities* observados nos anos 2000. Em terceiro lugar, como consequência das altas TCRs de 2002-2003, as TCRs médias do período 2002-2008 foram consideravelmente mais

depreciadas que nos anos 1990, apesar de uma tendência clara e generalizada de apreciação real. Em quarto lugar, as depreciações de 2008-2009 representaram apenas uma interrupção transitória da tendência de valorização, que foi retomada em 2010.

GRÁFICO 17

Taxas de câmbio bilaterais reais de países da AS com os Estados Unidos – mínimas da década de 1990, médias de 2002-2008 e 2010



Fonte: Cepalstat.
Obs.: o índice em 2000=100.

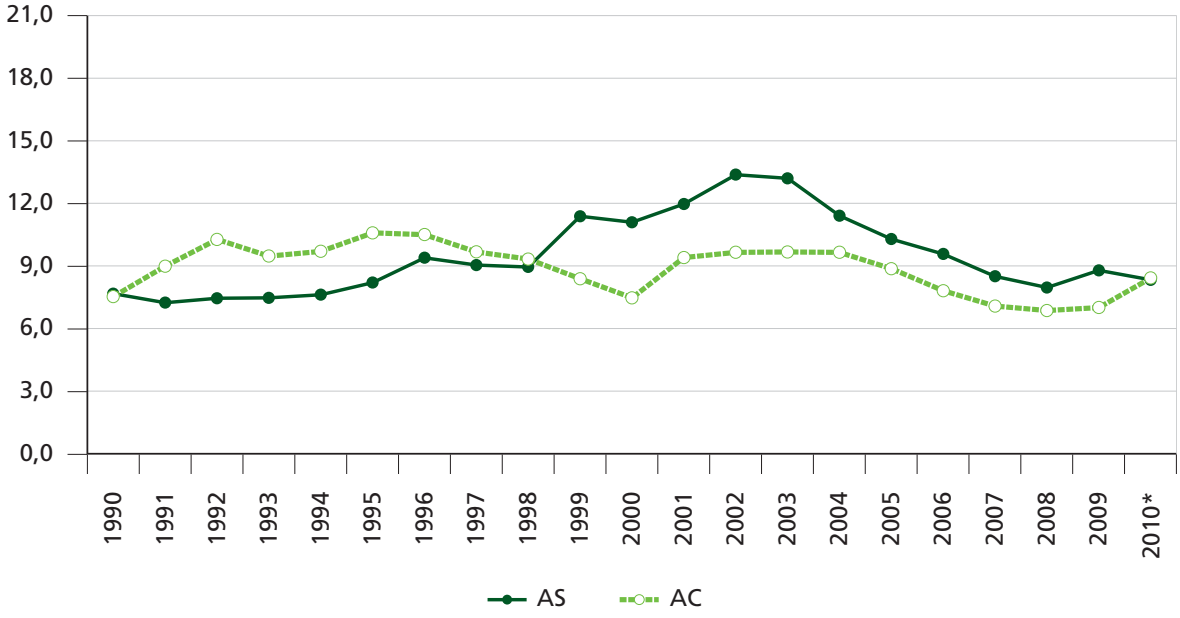
Com exceção da Argentina, as TCRs alcançaram em 2010 níveis semelhantes às taxas cambiais reais mais valorizadas dos anos 1990. Mas para a finalidade de caracterizar a conexão entre as TCRs e o desemprego, apresentada mais adiante, é mister mencionar o fato de que as TCRs médias na fase de crescimento econômico acelerado, anterior à crise global, eram, em todos os casos, consideravelmente mais altas que os mínimos níveis observados nos anos 1990.

3 EMPREGO, DESEMPREGO E INCIDÊNCIA DE POBREZA

As taxas médias de desemprego na AS e AC são apresentadas no gráfico 18. Como o emprego apresenta normalmente uma correlação positiva com o ciclo econômico, a relação esperada entre a taxa de desemprego e o crescimento do PIB é negativa. Surpreendentemente, isto não tem sido sempre o caso na região, particularmente na sub-região da AS, onde as taxas médias de desemprego mostraram uma tendência de aumento durante a expansão dos anos 1990 – uma trajetória crescente que se acentuou no período entre 1998 e 2002. Ao contrário, a expansão de 2003-2008 mostrou um declínio agudo do desemprego, mas a deterioração observada nesta variável nos anos 1990,

e particularmente durante o período entre 1997 e 2002, tem sido tão intensa que as melhorias dos anos 2000, bastante importantes antes da crise global de 2008, foram insuficientes para reverter, na AS, todos os prejuízos anteriores.

GRÁFICO 18
Taxas médias de desemprego nos países da AS e AC em relação à população ativa
(Em %)



Fonte: Cepalstat.

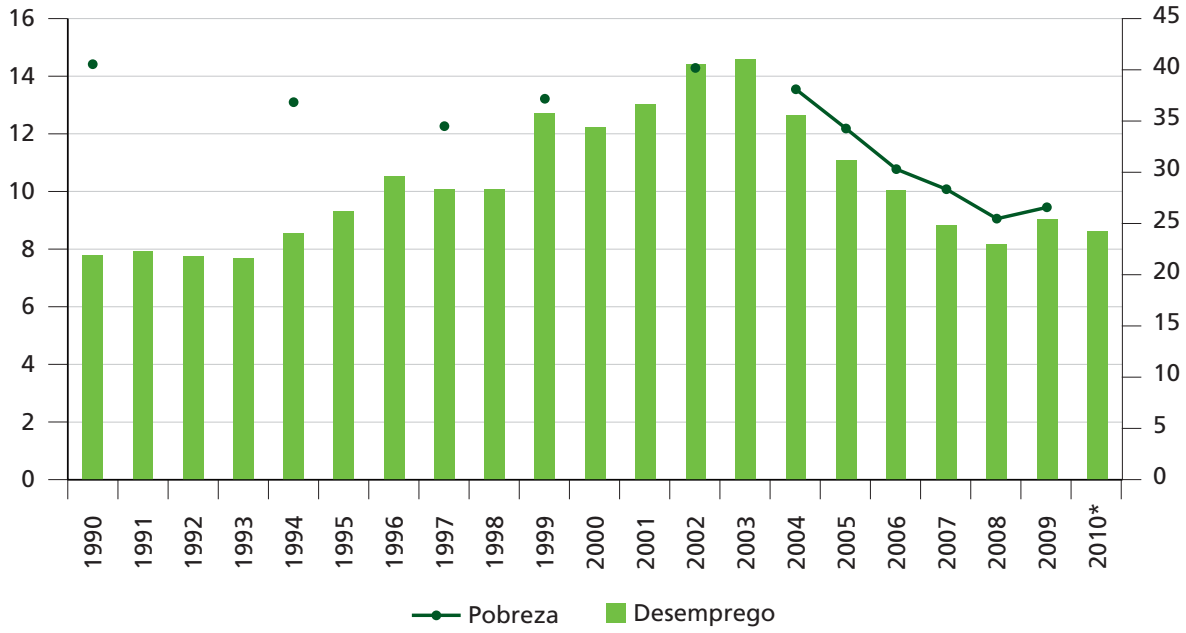
Tendo em vista que a taxa de desemprego está intimamente ligada às condições sociais e possui gravitação significativa na incidência da pobreza e na distribuição de renda, deu-se atenção especial a seu comportamento e à sua explicação. As taxas de câmbio reais influenciam a determinação do comportamento do emprego agregado e, portanto, as taxas de desemprego, especialmente quanto à explicação da diferença notável na criação de emprego que fica evidente na comparação entre as expansões de 1990-1997 e de 2003-2008 nas economias da AS.

Provavelmente como uma consequência da relativa estabilidade das TCRs nas economias da AC (quando comparadas com a AS, conforme mostrado anteriormente), a evolução das taxas de desemprego na sub-região da AC estão menos relacionadas às TCRs, sendo substancialmente explicadas pelo comportamento do PIB.

O desemprego tem uma forte ligação com a incidência de pobreza. Isto está muito claro nos números dos países da AS apresentados no gráfico 19. Ambas as variáveis subiram depois do contágio das crises no Sudeste da Ásia em 1997-1998, para cair a partir de 2003, com a expansão do anos 2000, e subir novamente em 2009. No entanto, ao longo da expansão de 1990-1997, a pobreza diminuiu, em

média, apesar de uma tendência de crescimento do desemprego. Neste período, portanto, os efeitos favoráveis do crescimento do PIB e a queda das taxas de inflação sobre a renda real dos indivíduos empregados foram predominantes. Os dados disponíveis a respeito da incidência da pobreza são bastante incompletos para permitir uma análise semelhante para a região da AC como um todo.

GRÁFICO 19
Taxa média de desemprego em relação à população ativa e indicência da pobreza em relação à população – países da AS
(Em %)



Fonte: Cepalstat.
Obs: nesses cálculos, o grupo de países da AS não inclui Bolívia, Paraguai e Peru por causa das limitações de compatibilidade dos dados disponíveis. Pelo mesmo motivo, não são apresentados aqui dados sobre a incidêcia de pobreza para cada ano no período exibido no gráfico.

3.1 Teste econométrico dos vínculos entre crescimento, taxas de câmbio reais, inflação, desemprego e pobreza

Nesta seção apresentam-se testes econométricos dos efeitos de variáveis macroeconômicas, tais como o desempenho do crescimento, a evolução da taxa de câmbio real e as taxas de inflação no comportamento do desemprego e das taxas de pobreza. Utilizaram-se dados anuais correspondentes aos dezoito países considerados no artigo, no período entre 1990 e 2010. O objetivo principal da seção é fornecer evidências econométricas para a análise mais qualitativa apresentada acima. A hipótese deste trabalho é que o crescimento acelerado e as taxas reais de câmbio depreciadas favorecem a criação de empregos e reduzem o desemprego. Além disso, taxas de desemprego mais baixas contribuem para a redução das taxas de pobreza. Por sua vez, taxas de inflação mais elevadas tendem a aumentar as taxas de pobreza. Nesta seção, não se tentou testar os efeitos da TCR sobre o

crescimento. Com relação a este assunto, a hipótese deste trabalho sobre o efeito positivo das TCRs depreciadas no crescimento se baseia em numerosos estudos empíricos que apontam para tal conclusão.[3] Nesta seção, consideram-se as taxas do PIB e as taxas de câmbio reais como variáveis exógenas.

O primeiro propósito é avaliar os efeitos das taxas de crescimento do PIB e as taxas reais de câmbio no desempenho do desemprego. A equação estimada é uma variante da lei de Okun que considera a influência da TCR na proporção emprego-produção. A hipótese é que a TCR depreciada tem efeitos positivos na proporção emprego-produção.

Em segundo lugar, foram estimadas as taxas de pobreza como uma função do desemprego e das taxas de inflação. A equação de desemprego e a equação de pobreza compõem um modelo cuja forma reduzida expressa a taxa de pobreza como uma função da taxa de crescimento, da taxa de câmbio real e da taxa de inflação. Listas anuais completas das taxas de pobreza nos dezoito países não estão disponíveis. Nas estimativas apresentadas nesta seção, foram usadas as taxas de pobreza do banco de dados da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), que coleta taxas de pobreza de fontes nacionais. Os dados estão disponíveis para anos diferentes em países diferentes. Adaptou-se o procedimento de estimativa à disponibilidade de dados. Por exemplo, estimou-se a equação de desemprego em taxas de variação com taxas anuais consecutivas, mas não foi possível fazer isto com a equação de pobreza, porque dados anuais consecutivos não estão disponíveis para todos os países para todo o período. Então, foi estimada a equação de pobreza utilizando-se dados sobre as taxas de pobreza nos anos nos quais esta informação está disponível. As taxas anuais de desemprego correspondentes, necessárias para estimar a equação de pobreza, são calculadas por meio de um procedimento que ajuda a evitar problemas de endogeneidade, conforme explicado a seguir.

O método de estimativa é o de mínimos quadrados ordinários aplicados a dados de painel anuais, do período 1990-2010, dos dezoito países da América Latina considerados neste artigo. As estimativas incluem efeitos fixos para controlar as diferenças permanentes nos níveis das taxas de desemprego e pobreza associadas às diferenças nas definições e medidas, assim como às diferentes estruturas dos mercados de trabalho nacionais. As estimativas também incluem efeitos de tempo fixos com o objetivo de controlar os choques externos sofridos pela região.

O modelo de estimativa é:

$$u(t) = g\, y(t) + e\, r(t\text{-}i) + k + \varepsilon u(t) \qquad (1)$$

$$V(t) = f\, U(t) + h\, p(t) + j + \varepsilon V(t) \qquad (2)$$

3. Ver, por exemplo, os trabalhos examinados em Frenkel e Rapetti (2010a).

U é a taxa de desemprego, Y representa o PIB e R é a taxa de câmbio bilateral real com os Estados Unidos (u, y e r representam respectivamente as taxas anuais de variação de U, Y e R), V é a taxa de pobreza, e p é a taxa de inflação. Os coeficientes a serem determinados são g, e, k, f, h; j; i é uma fração de tempo a ser determinada e εu e εV são choques estocásticos.

Também será utilizada a seguinte equação:

$$y(t) = a\ r(t-i) + b + \varepsilon y(t) \qquad (3)$$

somente para obter estmativas de εy(t) para serem usadas na substituição de y(t) na estimativa da equação (1).

3.1.1 Estimativas

A fração de tempo i = 2 (anos) oferece o melhor ajuste para a estimativa do painel em ambas as equações (3) e (1). A mesma fração de tempo de 2 anos oferece o melhor ajuste nas estimativas com a mesma lista de países individuais (não exibida nesta seção).

Em primeiro lugar, estima-se a equação (3). O único objetivo da estimativa é usar os residuais na substituição da variável y(t) para evitar problemas de colinearidade na estimativa da equação (1). Os resultados são os seguintes:

$$\hat{y}(t) = 0{,}034\ r(t-2) + 0{,}036 \qquad (4)$$

$$(2{,}061)^{**} \qquad (21{,}945)^{*}$$

R-quadrado = 0,40

(t-estatística). *; **, ***: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observações do painel total (desequilibrado): 323. Erros diagonais padrão e covariância.

Calculam-se, então, os resíduos da estimativa:

reseq4(t) = y (t) - ŷ(t), que são as estimativas de εy(t), e são usados na substituição da série original y(t) na estimativa da equação (1). A partir da estimativa da equação (1), nós obtemos os seguintes resultados:

$$\bar{u}(t) = -1{,}616\ \text{reseq4}(t) - 0{,}299\ r(t-2) - 0{,}002 \qquad (5)$$

$$(-5{,}092)^{*} \qquad (-3{,}495)^{*} \qquad (-\ 0{,}205)$$

R-quadrado = 0,34

(t-estatística). *; **, ***: significante a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observações sobre o painel total (não balanceado): 299. Erros e covariância padrão da diagonal branca.

Os coeficientes são ambos negativos e muito significativos. O crescimento acelerado e TCRs depreciadas tendem a reduzir o desemprego. Uma taxa de crescimento de 5% no PIB reduz o desemprego em 8%. Uma depreciação de 10% da TCR reduz 3% a taxa de desemprego com um período de tempo de dois anos.

Focaliza-se agora na estimativa da equação de pobreza (2). Como mencionado anteriormente, foi necessário adaptar o procedimento de estimativa à disponibilidade de dados e evitar problemas de endogeneidade. Em primeiro lugar, foi usada a equação (5) para calcular a variável $\bar{u}(t)$ das taxas estimadas de variação das taxas de desemprego. Então, utilizou-se $\bar{u}(t)$ para calcular a variável $\bar{U}(t)$:

$$\bar{U}(t) = U(t-1)\ [1 + \bar{u}(t)] \qquad (6)$$

A nova variável $\bar{U}(t)$ é o produto de uma variável pré-determinada U(t-1) por (1+ a taxa de variação) da taxa de desemprego estimada com as variáveis macro do PIB e TCR. Usou-se $\bar{U}(t)$ na substituição da original U(t) na estimativa da equação (2). Os resultados da estimativa são os seguintes:

$$V(t) = 0{,}689\ \bar{U}(t) + 0{,}237\ p(t) + 28{,}032$$

$$(2{,}364)^{**} \quad (3{,}359)^{*} \quad (8{,}326)^{*}$$

R-quadrado = 0,96

(t-estatística). *; **, ***: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observações do painel total (desequilibrado): 143. Erros diagonais padrão e covariância.

Ambos os coeficientes da taxa de desemprego e de inflação são positivos e significativos. Um aumento de 1 p.p. na taxa de desemprego tende a aumentar a taxa de pobreza em 0,7 p.p. Um aumento de 1 p.p. na taxa de inflação tende a aumentar a taxa de pobreza em 0,24 p.p.

Os resultados obtidos são predominantemente determinados pela sub-região da AS. O procedimento de estimativa usado acima, implementado em um painel composto somente dos dez países da sub-região AS, gera resultados semelhantes àqueles obtidos com toda a amostra.

3.1.2 Comparação dos choques sofridos pela sub-regiões da AS e AC

A análise apresentada ao longo do artigo aponta para diferenças importantes entre a AS e AC, tanto quanto as políticas macroeconômicas quanto aos resultados. A análise econométrica apresentada fornece evidências adicionais sobre isto.

A regressão da equação de desemprego (1) foi examinada separadamente em um painel composto pelos dez países da AS e em um painel composto pelos oito países da AC, em ambos os casos com dados anuais do período 1990-2010. Nos dois

casos, os efeitos fixos de tempo foram incluídos nas regressões. Os resultados obtidos com esses exercícios são relatados a seguir.

Na estimativa com o painel dos países da AC, nenhum dos coeficientes é significativo. Uma causa provável para a pouca relevância do coeficiente de elasticidade da TCR na estimativa separada dos países da AC é a baixa variação sofrida pela TCR nestes países. Na realidade, o desvio padrão (SD) para a amostra completa é 26,1, enquanto o SD da TCR nos países da AS é 32,9 e o SD dos países da AC é 13,2. Consequentemente, a pouca relevância da elasticidade da TCR no caso dos países da AC pode ser atribuída à inexistência, nos países da AC neste período, de uma variação da TCR alta o suficiente para gerar efeitos estatisticamente significativos no desemprego. Esta conjectura é indiretamente reforçada pelos resultados obtidos em estimativas individuais dos países, nos quais os coeficientes de elasticidade da TCR são obtidos nos casos em que a TCR sofreu uma intensa variação (por exemplo, Argentina e Colômbia).

Mais intrigante é a pouca relevância do coeficiente de elasticidade do PIB. Uma causa possível daquele resultado poderia ser a alta correlação da taxa de crescimento do PIB com os efeitos de tempo fixos incluídos na estimativa. Na realidade, a correlação entre os efeitos de tempo fixos e a taxa de crescimento do PIB é -0,45. Então, estimou-se o painel para os países da AC sem incluir efeitos de tempo fixos. Os resultados mostram uma elasticidade desemprego/PIB de -2,65 significativa a 1%. Consequentemente, parece claro que a pouca relevância da elasticidade obtida na primeira estimativa do painel para a AC resultou da intensa colinearidade entre os efeitos de tempo fixos e os desempenhos dos países quanto à produção. Qual seria a fonte dos efeitos de tempo tão importantes para a sub-região?

Para explorar com mais profundidade as características dos efeitos de tempo comuns nos países da AC, levou-se em consideração que os países da sub-região estão intimamente relacionados com a economia dos Estados Unidos. Por isso, partiu-se da suposição de que os países da AC experimentaram choques externos comuns que se originaram do desempenho da economia norte-americana. Para testar esta hipótese, estimou-se o modelo com um painel de países da AC nos quais os efeitos de tempo fixos são substituídos pelas taxas de crescimento nos Estados Unidos. A seguir, apresentam-se os resultados; a variável yUSA(t) é a taxa anual de crescimento do PIB nos Estados Unidos:

$$u(t) = -2{,}073\ y(t) - 0{,}124\ r(t-2) - 2{,}249\ yUSA(t) + 0{,}135$$

(-3,087)* (-0,643) (-2,602)* (5,333)*

R-quadrado = 0,29

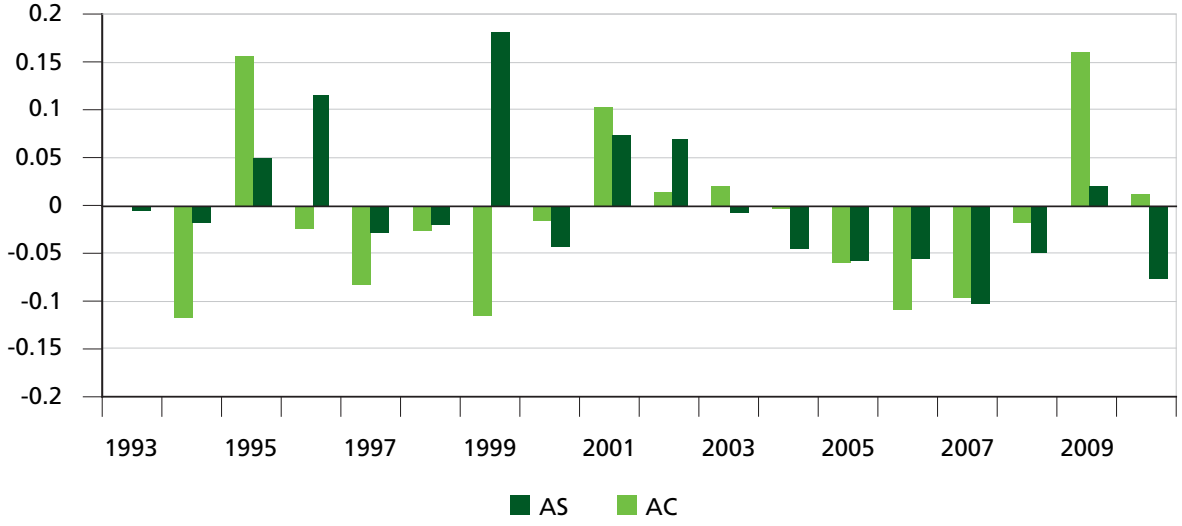
(t-estatística). *; **, ***: significativo a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observações do painel total (desequilibrado): 120. Erros diagonais padrão e covariância.

A estimativa mostra uma elasticidade negativa do desemprego em comparação ao coeficiente do PIB dos Estados Unidos a um nível de 1%, com um alto valor absoluto. Em uma estimativa semelhante com o painel de países da AS, o coeficiente do PIB dos Estados Unidos é pouco relevante, enquanto o valor e significância dos coeficientes do PIB e TCR são semelhantes à estimativa com efeitos de tempo fixos exibida em (5). Estes resultados sugerem que o desempenho do mercado de trabalho nos países da AC é intensamente influenciado pela evolução da economia nos Estados Unidos, além do efeito indireto gerado pela economia norte-americana quanto à sua influência no PIB daqueles países. Os resultados também apontam que as sub-regiões da AC e AS sofreram choques externos diferentes.

A diferença entre os choques sofridos pelos países da AC e AS pode ser claramente observada no gráfico 20. O gráfico apresenta a série de efeitos de tempo fixos estimada com o painel de países da AS e o painel de países da AC.

GRÁFICO 20
Diferença entre os choques sofridos pelos países da AC e AS



Elaboração dos autores.

Uma vez que a variável dependente é a (taxa de variação da) taxa de desemprego, as barras positivas representam um aumento do desemprego, isto é, uma deterioração das condições do mercado de trabalho, e vice-versa. O histórico e as diferenças entre os choques sofridos pelas sub-regiões da AC e AS podem ser entendidos com o gráfico. Por exemplo, 1995 foi o ano em que os efeitos da crise mexicana se sentiram. As duas regiões sofreram efeitos negativos, mas a sub-região da AC (que inclui o México) mostra um efeito muito maior que a região da AS – mais de 15% na sub-região da AC contra 5% na sub-região da AS. Em 1999,

as crises na Ásia e Rússia estão associadas ao forte efeito negativo na sub-região da AS, enquanto a sub-região da AC continuou a mostrar efeitos positivos crescentes associados com a então alta taxa de crescimento da economia dos Estados Unidos. Em 2001-2002, ambas as sub-regiões mostraram efeitos negativos, associados na sub-região da AC à contração da economia norte-americana e na sub-região da AS às crises na Argentina e Uruguai e à difícil situação da economia brasileira. Em 2003-2008, ambas as sub-regiões experimentaram efeitos positivos, associados ao bom desempenho da economia norte-americana na sub-região da AC e às melhorias nos termos de troca internacionais e condições financeiras na sub-região da AS. O ano de 2009 mostra os efeitos associados à crise internacional: eles são negativos nas duas sub-regiões, mas o impacto é muito mais alto na AC que na AS. Finalmente, em 2010, a sub-região da AS mostra um efeito positivo associado à rápida melhoria das condições de troca e financeiras internacionais, enquanto a AC continuou apresentando efeitos negativos, associados ao desempenho da economia nos Estados Unidos.

4 CONCLUSÕES

Se alguém perguntar aos macroeconomistas sobre as melhores políticas macroeconômicas para aumentar o bem-estar da populacão de um país em desenvolvimento, uma grande parte dos especialistas (incluindo os autores deste artigo) indicariam que são aquelas capazes de promover altas taxas de crecimento da produção, do emprego e da produtividade, de forma sustentável.

Obviamente, o crescimento acelerado da produtividade e do emprego não garante que as tendências de desigualdade irão diminuir de maneira natural. A economia da China é o caso mais recente em que um processo com estas características tem sido acompanhado de piores indicadores de desigualdade. Entretanto, não é comum encontrar julgamentos negativos sobre as políticas macroeconômicas chinesas com base naquela evidência. A causa principal é que o crescimento acelerado da renda e da produtividade acontecem conjuntamente com um rápido crescimento da oferta de empregos, e portanto as rendas menores também tendem a crescer e, consequentemente, a incidência de pobreza diminui. De forma geral, o crescimento acelerado da produtividade e do emprego, apesar de não garantir a redução da desigualdade, cria condições que facilitam uma distribuição melhor da renda, porque os recursos estão crescendo e porque a melhoria em sua distribuição parece mais viável e menos conflitante naquele contexto.

Na posição oposta, um país em desenvolvimento vivendo uma situação de baixos índices de emprego e baixa produtividade poderia eventualmente mostrar uma tendência de melhoria com relação à desigualdade, mas seria limitada em magnitude e durabilidade, devido ao pouco crescimento da produtividade. Neste caso,

o macroeconomista iria, provavelmente, criticar as políticas existentes por sua incapacidade de contribuir com a promoção do desenvolvimento e focaria no esforço de reformulação voltado para promover o crescimento da produtividade e do emprego.

A sustentabilidade do processo de crescimento rápido da produtividade e do emprego é um componente crucial da visão do macroeconomista. O critério de sustentabilidade envolve duas questões. Primeiro, a inflação deveria estar sendo controlada. De forma ampla, isto não deveria significar a limitação das escolhas a uma taxa de inflação convencionalmente baixa. O critério aponta para o fato de que o aumento persistente da inflação termina inevitavelmente extinguindo o crescimento acelerado por meio de diferentes mecanismos dos quais existem muitos exemplos na experiência da América Latina. Por sua vez, além do *feedback* negativo quanto ao crescimento, é sabido que a inflação afeta de forma desproporcional a renda real dos assalariados e setores com baixa renda, por isso tem efeitos negativos na distribuição e no bem-estar.

A segunda questão envolvida no critério de sustentabilidade é que o *design* de políticas macroeconômicas deveria incluir também medidas para prevenir a ocorrência de crises externas e crises financeiras. As políticas macroeconômicas possuem um papel importante na prevenção das crises. Na realidade, estabilidade – na economia, finanças e no balanço de pagamentos – é o objetivo principal das políticas macroeconômicas em sua concepção tradicional. Macroeconomistas partidários do desenvolvimento se esforçam para ampliar os objetivos tradicionais para incluir entre eles a promoção do desenvolvimento, mas isto não significa esquecer ou deixar em segundo plano a prevenção das crises. Ao contrário, a prevenção das crises é uma prioridade porque elas têm efeitos negativos permanentes na trajetória de crescimento e efeitos negativos persistentes na distribuição de renda.

A análise das políticas macroeconômicas implementadas na AL nos anos 1990 mostra diversos casos importantes – entre eles, Argentina, Brasil e México – de processos de crescimento em contextos de inflação controlada que não puderam ser sustentados porque levaram à crises financeiras e externas. Mesmo em casos onde tais políticas produziram um aumento do bem-estar, isto não as faria aconselháveis, porque o aumento foi transitório e também porque, como resultado das crises, as condições de emprego e distribuição de renda acabaram por ser piores que aquelas que prevaleciam no início dos anos 1990. Além disso, estas políticas levaram ao aumento do desemprego ou ao lento crescimento do índice de emprego, que foram fatores importantes na piora na distribuição de renda mesmo antes da explosão da crise.

No artigo, foram ressaltadas as mudanças nas políticas macroeconômicas implementadas entre 1997 e 2002 em diversas economias da região, particularmente na AS. As novas configurações que resultaram destas mudanças e seus

efeitos nos preços relativos, contas externas e finanças públicas – aos quais se acrescentou a melhoria nos termos de troca na AS – basearam processos de crescimento mais acelerados que no passado, que evitaram a crise. A inflação geral permaneceu sob controle – por exemplo, no Chile, no Peru, na Colômbia e no Brasil. Por seu turno, a Argentina é um caso exemplar no qual a aceleração da inflação freou as tendências de crescimento do emprego, redução da pobreza e melhoria na distribuição de renda que foram alcançadas no período entre 2002 e 2007.

A análise desenvolvida no artigo tenta identificar os elementos das políticas macroeconômicas implementados na América Latina que contribuíram para induzir o crescimento acelerado da produtividade e do emprego de forma sustentável. Também foram mostrados os efeitos de tais processos na redução da pobreza verificada em muitos países. Esta análise enfatiza o papel das taxas de câmbio reais a níveis competitivos na geração destes processos.

Como uma forma de conclusão, são sugeridas nesta seção as diretrizes de um regime de políticas macroeconômicas capaz de alcançar vários objetivos simultaneamente, incluindo a promoção do crescimento e do emprego, o controle da inflação e a prevenção das crises externa e financeira. As diretrizes estão baseadas nas experiências negativas e positivas de países em desenvolvimento ao longo do processo de liberalização financeira. A América Latina é a região com a experiência mais duradoura porque sua inserção no processo remete ao final dos anos 1970. As contribuições da experiência da região resultam, principalmente, dos casos negativos. Episódios profundos de valorização da taxa de câmbio real com efeitos devastadores na criação de empregos e no balanço de pagamentos, e crises financeiras, eram frequentes na região desde o final dos anos 1970 até o início dos anos 2000. O desempenho regional pós-2002, especialmente o desempenho da sub-região da AS, contrasta intensamente com os trinta anos anteriores, apesar de que nenhum país da América Latina tem assumido um papel de modelo na implementação das diretrizes. A Argentina, no período entre 2002 e 2007, é o caso no qual as políticas implementadas seguiram as diretrizes com mais empenho, mas outras economias na sub-região da AS implementaram orientações semelhantes em graus diferentes.

A lição mais geral que pode ser aprendida a partir do contraste entre as experiências de países em desenvolvimento nos anos 2000, incluindo seu desempenho durante a crise global, com as três décadas anteriores de globalização financeira, é a importância crucial das políticas macroeconômicas no estímulo ao crescimento, emprego, estabilidade financeira e robustez diante de choques externos e financeiros reais. A principal reinvidicação deste artigo é que existe um conjunto de políticas macroeconômicas viáveis e consistentes –

tais como aquelas estilizadas pelas diretrizes sugeridas – que contribuem com o alcance simultâneo dos objetivos já mencionados. A ideia confronta a noção que postula a existência de um trilema de opções de políticas que fariam inconsistentes o alcance simultâneo de TCRs competitivos e políticas monetárias ativas. Em contextos como aqueles exprimentados por países da AS nos anos 2000 – por exemplo, entrada excessiva de moeda estrangeira a taxas de câmbio administradas pela autoridade monetária –, o trilema não se aplica, e é possível controlar simultaneamente a taxa de câmbio e a taxa doméstica de juros.

O primeiro subconjunto de diretrizes focaliza a promoção do crescimento e emprego, a robustez da contas externas e a prevenção de crise diante de choques externos negativos. Ele compreende: *i*) um regime cambial de flutuação controlada, combinando flexibilidade cambial com intervenções discrecionárias pelo banco central no mercado de moeda estrangeira (FX); *ii*) uma tendência competitiva na taxa de câmbio real, evitando fortes valorizações no curto prazo; *iii*) tendência de superávit na conta corrente do balanço de pagamentos, com déficits moderados no curto prazo; e *iv*) o acúmulo de reservas internacionais volumosas.

Taxas relativamente altas de crescimento e emprego são incentivadas pela tendência competitiva na TCR. A tendência de superávit em conta corrente somada ao acúmulo de reservas garante a sustentabilidade do processo de crescimento, ajudando a evitar uma crise externa e amenizando choques externos reais e financeiros.

As políticas envolvendo a TCR, as contas externas e a administração de reservas devem ser acompanhadas por políticas fiscais e monetárias consistentes focadas no controle da inflação e da demanda agregada. Um ponto importante a este respeito é que em um contexto de taxa de câmbio de flutuação controlada, o nível competitivo de TCR e a tendência de superávit em conta corrente, geralmente há um grau considerável de automomia monetária, a diretriz geral é: *v*) uma política monetária ativa, facilitada pela esterilização das intervenções no mercado de FX e pela inexistência de domínio fiscal.

Como será comentado a seguir, a coordenação entre as três políticas macroeconômicas – cambial, monetária e fiscal –, é essencial neste regime. Em particular, a política monetária deve ser implementada em coordenação com a política fiscal de curto prazo. Dependendo das pressões no mercado de câmbio internacional, os controles de capital podem ser necessários para conseguir preservar TCRs competitivas (ou evitar valorizações) e, simultaneamente, preservar também a autonomia monetária.

Assim como acontece sob qualquer regime de políticas macroeconômicas, a política fiscal de curto prazo pode ser expansionista ou contracio-

nista. Embora tenha sido apontado que, neste regime, as políticas fiscal e monetária deveriam desempenhar um papel de contenção das dinâmicas de demanda agregada, a última diretriz se refere à orientação nas contas fiscais: *vi*) uma tendência de equilíbrio nas contas fiscais e déficits fiscais moderados no curto prazo. A orientação foca em permitir políticas anticíclicas no curto prazo – demanda agregada e controle da inflação nas fases de efervescência e estímulos expansioistas nas fases de recessão – e evitar o acúmulo de dívidas públicas significativas.

A seguir, discute-se como estes elementos precisam ser coordenados no regime de política macroeconômica proposto.

4.1 A coordenação de políticas macroeconômicas

Uma TCR competitiva fornece um ambiente propício para o crescimento e o desenvolvimento. Esta visão tem sido defendida há muito tempo pelos economistas de desenvolvimento e documentada recentemente em muitos estudos econométricos. Os atributos estimulantes do crescimento de uma TCR competitiva operam favorecendo a lucratividade do setor comercial. À medida que este setor se expande, ele relaxa a restrição externa ao crescimento e gera externalidades positivas para o restante da economia na forma de aprendizado na prática e influências tecnológicas.

A adoção de uma TCR alvo é uma particularidade do regime de política macroeconômica proposto, aqui denominado regime de taxa de câmbio real competitivo e estável (TCRCE, ou *stable and competitive real exchange rate* – SCRER). Além dos objetivos padrão da política em qualquer regime macroeconômico, ou seja, inflação e emprego e níveis de atividade, o regime TCRCE também almeja o desenvolvimento econômico como objetivo. A tendência da TCR é o alvo intermediário para tal objetivo, da mesma forma que uma taxa de juros de referência ou um orçamento fiscal determinado funcionam como alvos intermediários para políticas fiscais e monetárias que se concentrem na inflação e no emprego. Uma vez que uma determinada tendência da TCR é adotada, a política cambial concentra-se exclusivamente na concessão de volatilidade de curto prazo à taxa de câmbio nominal (TCN) e na preservação da estabilidade da TCR no longo prazo. Por isso, em circunstâncias normais, a TCN não pode ser orientada em direção a qualquer objetivo macroeconômico, tal como a inflação ou expectativas de inflação. O controle da demanda agregada, da inflação e das expectativas de inflação cabe à política monetária e fiscal – e também a outras políticas não discutidas aqui, tais como as políticas salariais e de renda. O papel dessas políticas em um regime TCRCE é fundamental na moderação do ritmo da demanda agregada e no controle das pressões de inflação, porque o TCRCE – por meio da melhoria no crescimento do emprego e acúmulo de capital no setor

comercial (*tradable*) – gera uma tendência expansionista na demanda agregada. Então, no regime TCRCE as três políticas macroeconômicas são ativas.

No regime TCRCE, a coordenação da política macroeconômica é essencial. Em primeiro lugar, os alvos intermediários das políticas fiscal e monetária e seu *design* devem ser consistentes com a estabilidade da tendência alvo para a TCR. Por exemplo, é difícil preservar a estabilidade da tendência da TCR em um contexto de expectativas de aceleração inflacionária. Este é o problema que as autoridades argentinas não puderam resolver desde 2007 e levara a uma valorização significativa da TCR. Por sua vez, como já mencionado, um regime TCRCE tem um efeito expansionista na demanda agregada. As políticas fiscal e monetária devem levar em consideração o efeito e devem ser consistentemente elaboradas e implementadas para atingir os diversos objetivos reais e relativos à inflação.

4.2 O TCRCE e a pressão da inflação

Conforme discutido anteriormente, no regime macroeconômico proposto, devido ao fato de a política cambial estar comprometida com a preservação de um TCRCE alvo e por causa de sua influência expansionista, o controle da demanda agregada cabe às políticas fiscal e monetária. Em circunstâncias normais, estas políticas precisam desempenhar um intenso papel de contenção sobre a demanda agregada e as pressões inflacionárias.

A administração de políticas em um regime TCRCE não é simples. Por um lado, há uma tensão entre a preservação do TCRCE alvo e o controle da demanda agregada e da inflação. Por outro lado, o papel de contenção que as políticas fiscal e monetária devem desempenhar normalmente neste contexto exige uma liderança política sofisticada. Ambas as observações atestam a importância da coordenação de políticas macroeconômicas no nível mais alto da gestão da política econômica.

REFERÊNCIAS

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **World Economic Outlook**. 2010.

_____. **Regional economic Outlook**. Western Hemisphere, Apr. 2011.

FRENKEL, R. From the boom in capital inflows to financial traps. *In*: OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. (Eds.). **Capital markets liberalization and development**. Oxford University Press. 2008a. (IPD Book Series).

FRENKEL, R. RAPETTI, M. Economic Development and the International Financial System. *In*: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; STIGLITZ, J. (Eds.). **Time for a visible hand**: lessons from the 2008 World Financial Crisis. Oxford University Press, 2010a. p. 253-268.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BOFINGER, P.; WOLLMERSHÄUSER, T. Managed floating as a monetary policy strategy, **Economics of planning**, v. 36, 2. ed., p. 81-109. 2003.

FANELLI, J. M.; JIMÉNEZ, J. P.; KACEF, O. **Volatilidad macroeconómica y respuestas de políticas**. Santiago do Chile: Cepal, 2011.

FRENKEL, R. **Real exchange rate and employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico**. Washington, Aug. 2004. (Artigo preparado para o G24). Disponível em: <http://www.g24.org/fren0904.pdf#search=%22%22roberto%20frenkel%22%22>.

_____. The competitive real exchange-rate regime, inflation and monetary policy. **Cepal review**, v. 96, p. 191-201, 2008b.

_____. **The new fundamentals for macroeconomic policy in developing countrie**. The Triple Crisis. *In*: CONFERÊNCIA UNU-WIDER, Helsinki, 13-15 Maio 2010a.

_____. **Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década**. nov. 2010b. (Documentos Técnicos). Disponível em: <http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/72-2010.pdf>.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done. **Cambridge Journal of Economics**, v. 33, n. 4, p. 685, 2009.

_____. **A concise history of exchange rate regimes in Latin America**. University of Massachusetts, Amherst, MA, 2010b. (Working Paper 2010-01).

FRENKEL, R.; ROS, J. Unemployment and the real exchange rate in Latin America. **World development**, v. 34, n. 4, p. 631-646, 2006.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. **The financial crisis and its impact on developing countries**. Brasília: International Policy Centre for Inclusive Growth, UNDP 2009. (Working Paper, n. 53).

KAMINSKY, G.; LIZONDO, S.; REINHART, C. Leading indicators of currency crisis. **IMF staff papers**, v. 45, n. 1, 1998.

OCAMPO, J. A. Latin America and the global financial crisis. **Cambridge journal of economics**, v. 33, n. 4. jul. 2009. (Edição Especial: The Global Financial Crisis).

RAPETTI, M. **Macroeconomic policy coordination in a competitive real exchange rate strategy for development**. University of Massachusetts, Amherst, MA, 2011. (Working Paper 2011-09).

WILLIAMSON, J. **Exchange rate regimes for emerging markets**: reviving the intermediate option. Washington: Institute for International Economics, 2000.