

---

**AJUSTAMENTO EXTERNO E REGIMES DE TAXA DE CÂMBIO NA AMÉRICA LATINA**

*Otaviano Canuto\**

*Márcio Holland\*\**

## **1. Introdução**

Em muitas das economias da América Latina, a década de 90 é marcada por um nítido movimento de adesão a regimes cambiais mais *pegged*, como instrumento importante de combate a inflação. Ao mesmo tempo em que tal estratégia se mostrava bem sucedida, desequilíbrios macroeconômicos de diversas naturezas se apresentavam. O fato é que a implementação de regime de câmbio mais *pegged* veio acompanhada de forte valorização da taxa de câmbio real, comprometendo o equilíbrio das contas externas, exigindo, muitas das vezes, que as economias abrissem mão de suas políticas monetárias, entre outros. Destacam-se, ainda, os desequilíbrios das contas públicas, a falta de políticas macroeconômicas voltadas para o crescimento econômico e para a geração de emprego.

Pretende-se, com este trabalho, apresentar um panorama da escolha de regimes de taxas de câmbio nas economias da América Latina, destacando as suas conseqüências em termos de ajustamento do balanço de pagamento e da interdependência macroeconomia entre estas economias, num contexto de abertura comercial e de intensos influxos de capitais. Procura-se destacar a ampliação da vulnerabilidade externa às

---

\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e Pesquisador CNPq. (ocanuto@eco.unicamp.br)

\*\* Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e Pesquisador CNPq. (mholland@ufu.br)

crises financeiras e cambiais advindas de outras regiões, bem como, um mecanismo endógeno de propagação de crises no interior da região.

Num primeiro momento, discuti-se o problema da escolha de regimes cambiais nas economias da região. Mostra-se como a escolha da estratégia cambial está fortemente associada à necessidade interna de combate aos processos inflacionários crônicos. Trata-se de um movimento no sentido de recuperar padrões monetários domésticos. Num segundo momento, aborda-se as implicações da escolha de um regime de câmbio mais *pegged* em termos de ajustamento das contas externas. Neste caso, a implementação de uma estratégia monetária e cambial com o objetivo da estabilidade de preços internos, ao provocar desequilíbrios das contas externas, força as mesmas economias a alterarem suas estratégias cambiais. Adiciona-se a esta questão, a problemática dos influxos de capitais, tanto na perspectiva de seus condicionantes, quanto nas suas interrelações com as políticas monetárias domésticas.

Há, assim, um ciclo cambial claro de regimes de câmbio mais flexíveis para regimes mais *pegged* e, novamente, de retorno aos regimes mais flexíveis, em alguns casos combinados com acordos com instituições monetárias internacionais e com novas abordagens de políticas monetárias, com o *inflation targeting*. As considerações finais buscam destacar que, de fato, se a escolha de regimes de câmbio mais *pegged* está fortemente associada ao processo de inflação alta, ao mesmo tempo, independentemente do grau de flexibilidade de correção cambial, as economias da região passaram a apresentar maior vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, uma maior exposição às crises cambiais e financeiras.

## 2. Experiências de Regimes Cambiais na América Latina

Durante os anos 80, os países da América Latina passaram por processos inflacionários crônicos e, como corolário, intensa instabilidade macroeconômica, num contexto de economias fechadas e de fracos influxos

de capitais estrangeiros. Após diversas tentativas mal sucedidas de estabilização de preços, uma das saídas encontradas, no início dos anos 90, para o combate da inflação foi a adoção de regimes de câmbio mais *pegged*. Afinal, “... a recuperação do padrão monetário doméstico implica em algum vínculo com outra moeda, seja este vínculo mais brando, seja mais rígido, como a própria substituição da moeda doméstica por alguma moeda forte (*sound currency*)”. (Canuto & Holland, 2000:02).

Em 1991, a Argentina, sob a Lei de Conversibilidade, adotou um regime cambial tipo *currency board*. Sob inflação de 800% a.a. após a Lei de Conversibilidade, de 01/04/1991, a inflação chegou à 5% a.a. A economia Argentina teve um crescimento médio de 8% a.a., entre 1991 e 1994, e o déficit fiscal ficou moderado, em torno de 1% do PIB. O Brasil, em 1994, implementou o Plano Real, e sob regime de câmbio mais rígido, adotou um sistema de bandas de flutuação cambial, a partir de março de 1995, com mecanismos do tipo *moving target zone*. Em janeiro de 1999, este regime colapsa, e como conseqüência imediata retorna o temor da inflação alta e da recessão. A Argentina se ressentiu imediatamente deste choque brasileiro, entrando em profunda recessão, além de questionamentos recorrentes sobre a sustentabilidade de seu regime cambial.

A adoção desses regimes mais *pegged* trouxe a esses países alguns desequilíbrios macroeconômicos, como déficits comerciais e o conseqüente problema de financiamento do balanço de pagamentos, interpretado pela literatura como um problema de não sustentabilidade de tais desequilíbrios ao longo do tempo. É nesse sentido que, recorrentemente, após choques monetários e financeiros de origens externas e internas à região, regimes de câmbio mais flexíveis têm sido pretendidos. Contudo, a transição de regimes mais *hard* para mais *soft* trazem conseqüências não muito desejáveis para os países, dada a baixa reversibilidade de regimes fixos, reversibilidade esta diretamente associada à temporalidade no uso da taxa de câmbio como instrumento

de controle dos preços domésticos e ao grau de rigidez do regime. Um outro ponto é quanto ao resíduo inflacionário que traz um regime de câmbio mais *soft*<sup>1</sup>: “...assim, a adoção de regimes de câmbio mais flexíveis, do tipo *free-float* ou *dirty-float*, poderia conduzir a economia a situações inflacionárias e, por conseguinte, a pressões sobre o comportamento da taxa de câmbio, tornando-a altamente volátil” (Canuto & Holland,2000:4).

Muitos países operam um sistema de *crawling peg* (deslizamento cambial), onde a taxa de câmbio nominal é ajustada periodicamente segundo uma série de indicadores. Esses países, em geral, têm taxas de inflação maiores que a dos Estados Unidos. O vínculo da taxa de câmbio nominal desses países ao dólar poderia levar ao aumento mais rápido do nível doméstico de preços em relação ao nível de preços vigente nos EUA, provocando uma valorização real que rapidamente acabaria com a competitividade de seus bens. A fim de evitar a valorização real e conseqüentemente a perda de competitividade, esses países escolhem uma taxa de desvalorização predeterminada em relação ao dólar, ou seja, suas moedas movem paulatinamente em relação ao dólar. O sistema tornou-se popular na década de 60 e 70 no Chile, Colômbia e Brasil, acontecendo por um período maior na Colômbia, dada a elevada taxa de inflação.

Sendo assim, na década de 90, as principais economias da região adotam sistemas de taxas de câmbio mais rígidas (quadro 1), cuja

---

<sup>1</sup> Em outra oportunidade, (CANUTO & HOLLAND,2000:9) destacamos que uma questão que emerge quanto a transição de regimes mais *pegged* para regime mais *float* diz respeito a transferência inflacionária advinda desta mudança: “*Trata-se, na verdade, de um duplo problema com a inflação: o problema da transferência inflacionária em conjunto com o problema do viés inflacionário. Noutras palavras, se a transição de regimes de câmbio mais fixo para regimes mais flexíveis se der, como regra geral o é, com desvalorização da moeda doméstica, dadas as condições do comércio internacional, que não se alteram imediatamente, espera-se um deslocamento dos preços dos bens tradables vis-à-vis os preços dos bens non-tradables, o que implicaria em uma transferência, no tempo, da inflação em tradables para uma inflação interna, em non-tradables*”. Os autores apontam que esta é uma preocupação certamente justificada para as economias que contaram com regimes mais *pegged* para combater processos inflacionários crônicos.

manutenção do mesmo depende da acumulação de reservas cambiais, uma poderosa arma que as autoridades monetárias domésticas dispõem para manter a paridade cambial. No entanto, o quadro 1 deve ser lido de forma parcial, pois nos anos 80, as economias emergentes da América Latina adotavam regimes de câmbio que não se caracterizavam nem como fixo puro nem como flutuante puro. Países como o Brasil, por exemplo, apesar de um certo grau de rigidez, seguiu, de 1968 até o Plano Cruzado, em 1986, uma política cambial de minidesvalorizações cambiais<sup>2</sup>. Outros países, como Argentina e Chile, adotaram regimes de minidesvalorizações diárias que é hoje conhecido como flutuação administrada<sup>3</sup>.

Conforme ilustra o gráfico 1, as taxas de câmbio nas quatro economias mais importantes da América Latina sofrem uma forte alteração, devido à implementação de um novo padrão monetário, sob a égide de um regime de câmbio mais rígido, uma vez que, logo em seguida a esta alteração, todas elas se mostram relativamente estáveis, senão com variação constante como é o caso da Argentina.

Nos anos 80, dominados por inflações crônicas, em meio a crise das dívidas externas, nenhum país desta região tinha fácil acesso a capitais externos, ao mesmo tempo em que se configurava crescentes dificuldades de ajustamento de suas contas de comércio. As economias emergentes procuravam atender ao *realismo cambial*, com desvalorização nominal do câmbio proporcional à correção monetária, para gerar superávits comerciais e financiar o balanço de pagamentos.

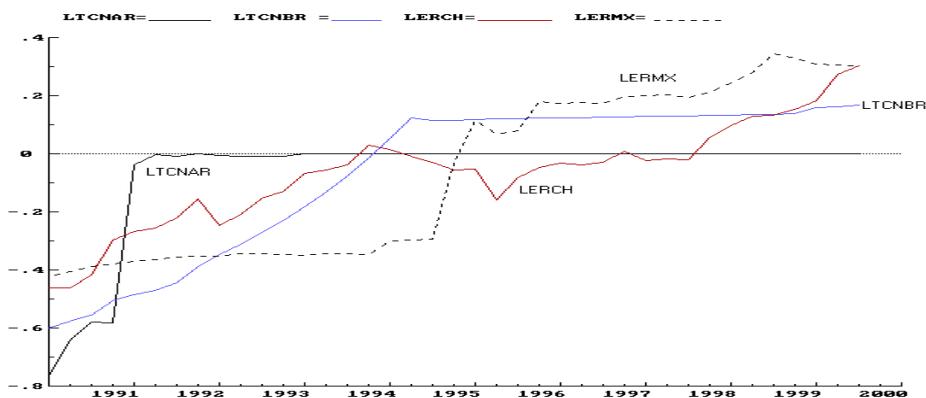
---

<sup>2</sup> A política de minidesvalorizações se deveu a dois tipos de considerações: “*Primeiramente, a política visava evitar os ataques especulativos contra a moeda doméstica. Uma vez que o Brasil, em meados da década de 70, tentava manter um sistema de taxa cambial fixa, mas tinha uma inflação doméstica maior que a inflação internacional, fluxos especulativos de capital eram um problema crônico toda vez que o mercado antecipava uma desvalorização. Em segundo lugar, a política objetivava estabilizar a remuneração real do setor exportador, ajudando assim a aumentar as exportações*”. Esta política cambial de minidesvalorizações no Brasil foi discutida por ZINI JR. (1992).

<sup>3</sup> Uma visão bastante abrangente das estratégias de políticas monetárias na América Latina pode ser encontrada em MISHKIN E SAVASTANO (2000).

Nos anos 90, pode-se observar, como ilustra o gráfico 2, apesar de o Brasil ter apresentado a mais intensa alteração na paridade cambial neste período, ou do México ter sofrido uma forte crise em 1994-5, o Chile apresenta uma maior volatilidade em sua taxa de câmbio ao longo de todo o período. É justamente o Chile que apresenta um das menores vulnerabilidades externas da região, com a razão entre o déficit de conta corrente e o PIB de 2,78%, em média na década de 90, além de um alto crescimento econômico médio anual, um pouco acima de 6% a.a., mas uma das economias mais abertas, sendo que o seu coeficiente de abertura é, em média, de 48%. Destacam-se os esforços do governo chileno no sentido do controle dos fluxos de capitais, tanto quantitativo quanto qualitativo. (Aninat & Larrian, 1996).

**Gráfico 1. Logaritmo da taxa de câmbio nominal em países selecionados da América Latina (1990.1-2000.1)**



**Fonte:** IMF. *IFS*, CD-Rom e Bancos Centrais dos países.

**Notas:** LTCNAR = Logaritmo da taxa de câmbio nominal na Argentina; LTCNBR = Logaritmo da taxa de câmbio nominal no Brasil; LERCH = Logaritmo da taxa de câmbio nominal no Chile; e LERMX = Logaritmo da taxa de câmbio nominal no México.

Ao final dos anos 90, há uma mudança clara na gestão da taxa de câmbio, fortemente associada com a transição de regimes mais *pegged* para regimes mais *float*. Muitos países vêm adotando algumas estratégias de política monetária combinada com regimes de câmbio mais flexíveis; alguns mais fixos, do tipo sistemas de flutuação administrada, e outros regimes de flutuação independente com objetivos de inflação ou agregados monetários, ou ainda com um programa respaldado pelo FMI. O Brasil, por exemplo, adotou, em meados de 1999, logo após sua crise cambial, um sistema de câmbio mais flexível combinado com metas de inflação, além de estar vinculado a um programa econômico respaldado pelo FMI. Ademais, figura entre o cenário, um número relevante de países atrelados ao FMI, funcionando como exemplo clássico, o caso daqueles países que passaram por alguma crise cambial, ou tiveram alguma alteração no tipo de sistema cambial adotado, como por exemplo, o México.

#### Quadro 1. Taxas de Câmbio Fixas nos Países da América Latina (1979-1998)

1979	1982	1985	1988*	1990	1991	1995	1996*	1998*
Bolívia	Equador	Guatemala	Equador	Haiti	Argentina	Argentina	Argentina	Argentina
Chile	El Salvador	Haiti	El Salvador	Panamá	Nicarágua	Brasil	Panamá	Panamá
Costa Rica	Guatemala	Nicarágua	Guatemala	Rep. Dom.	Panamá	Panamá	Brasil**	Brasil**
Rep. Dom.	Haiti	Honduras	Haiti			México		
Equador	Honduras	Paraguai	Honduras			Chile		
El Salvador	México	Peru	Nicarágua					
Guatemala	Nicarágua	Venezuela	Paraguai					
Haiti	Panamá	Panamá	Panamá					
Honduras	Paraguai		Peru					
Nicarágua	Rep. Dom.		Venezuela					
Panamá	Venezuela							
Paraguai								
Venezuela								

**Notas:** \* Compreende as moedas vinculadas ao dólar dos EUA. Com exceção, o Panamá adota o dólar dos Estados Unidos como sua moeda corrente. \*\* Taxa de Câmbio do país é quase fixa.

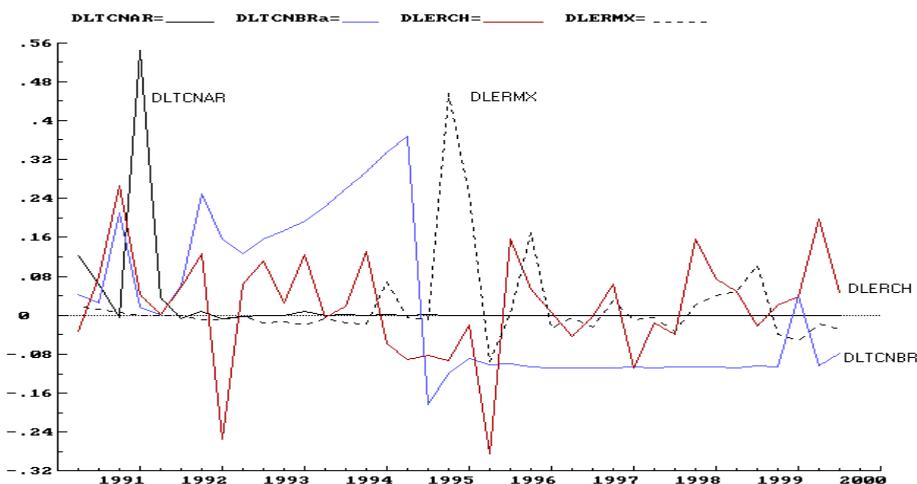
**Fonte:** IMF

## Quadro 2. Regimes cambiais na América Latina: principais características e experiências

Regimes	Principais Características	Exemplos
1 – Flutuação “Suja” (Dirty Float)	Intervenções esporádicas do Banco Central na taxa de câmbio do mercado. Intervenção ativa (esterilizada e não esterilizada) resulta em mudanças nas reservas internacionais.	O México adotou um sistema similar a este após a crise de 1994 – 95.
2 – Crawling Band	Um sistema de banda onde a paridade central desliza no tempo.	O Chile teve um sistema de banda bem larga desde 1986 até meados de 1998.
3 – Crawling peg	A taxa de câmbio nominal é ajustada periodicamente de acordo com uma série de indicadores.	O sistema tornou-se popular na década de 60 e 70 no Chile, Colômbia e Brasil. Aconteceu por um período maior na Colômbia.
4 – Taxa de Câmbio Fixo, mas ajustável	A taxa de câmbio nominal é fixa mas o banco central não é obrigado a manter a paridade indefinida. Os desajustamentos da paridade (desvalorizações) são instrumentos políticos poderosos.	É o regime mais popular do século. Muitos países emergentes continuam a se submeter ao sistema Exemplo do México, 1983-93.
5 – Comitê de moeda (Currency Board)	Sistema muito rígido de taxa de câmbio fixo. A autoridade monetária pode interferir somente quando houver entrada de divisas.	Historicamente, um número pequeno de países tem tido um sistema deste tipo. Alguns deles, entretanto, não obtiveram sucesso. Quando enfrentaram grandes choques externos, esses países foram forçados a abandonarem o regime. A Argentina tem estruturas de “quasi-currency boards”.
6 – Dolarização plena (Full Dollarization)	Nome genérico dado a uma forma extrema do sistema de comitê de moeda (currency board system), onde o país abandona completamente sua autonomia monetária adotando a moeda de um outro país.	Existem poucos episódios de dolarização plena. Um regime similar a esse tem dado relativamente certo no Panamá.

**Fonte:** Síntese realizada a partir de EDWARDS (1999).

**Gráfico 2. Variabilidade da taxa de câmbio nominal em países selecionados da América Latina (1990.1-2000.1)**



**Fonte:** IMF, *IFS*, CD-Rom e Bancos Centrais dos países.

**Notas:** DLTCNAR = Primeira diferença do logaritmo da taxa de câmbio nominal na Argentina; DLTCNBR = Primeira diferença do logaritmo da taxa de câmbio nominal no Brasil; DLERCH = Primeira diferença do logaritmo da taxa de câmbio nominal no Chile; e DLERMx = Primeira diferença do logaritmo da taxa de câmbio nominal no México.

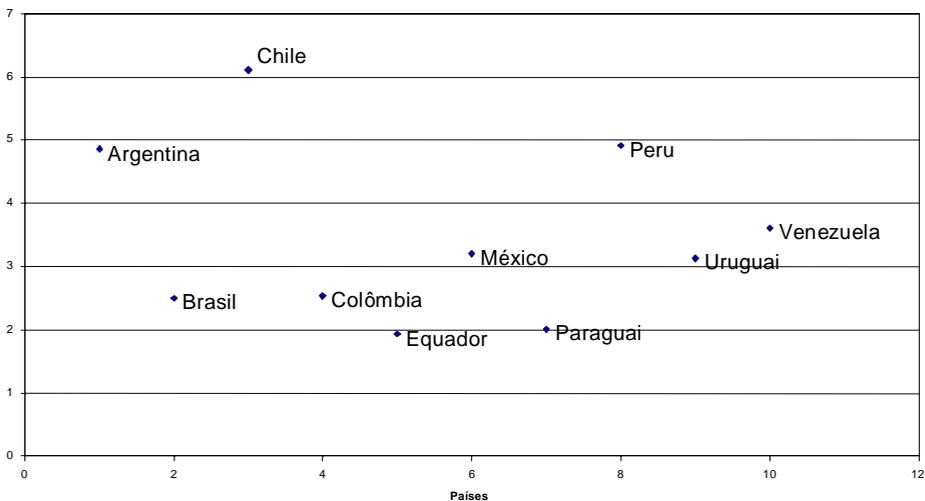
### 3. Uma Abordagem Geral das Contas Externas

No período 1990-2000, o gráfico 3 mostra que os países da América Latina tiveram um crescimento assimétrico. O crescimento médio da região (3,56%) foi superado apenas pelo Chile (6,11%), Peru (4,92%) e Argentina (4,86%). A Venezuela com 3,61% ficou no limiar desta média, enquanto países como Brasil (2,5%), Colômbia (2,54%), Paraguai (2,01%), e principalmente Equador (1,94%), cresceram abaixo da média regional. No caso da Argentina, o ano que se segue a implementação da Lei de Conversibilidade, é marcado por um crescimento substancial (15,32%), após esse período, o PIB cresce a taxas decrescentes, chegando à taxa negativa em 1995, recuperando um pouco para voltar a cair após

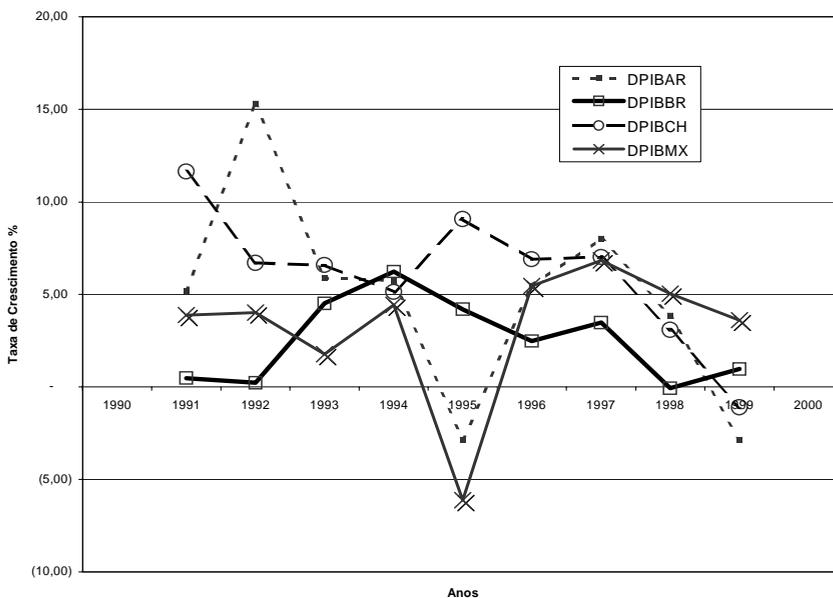
1997. Diferentemente, o Brasil apresentou um crescimento econômico fraco nos anos 1991 e 1992, ou seja, 0,47 e 0,21% respectivamente. Porém, a média dos dois anos consecutivos mostra que o Brasil apresentou um bom desempenho econômico (5,38%) caindo novamente depois da implementação do Plano Real.

O Chile cresceu à taxas decrescentes até 1994, com uma relativa recuperação em 1995, seguida de uma desaceleração posterior. Da mesma forma, o México se sobressai como um caso particular em nossa análise, pois mantém um comportamento relativamente estável ao longo dos anos 90, exceto 1995, que o crescimento econômico do país foi fortemente negativo (-6,13%), o que pode ser justificado pelo seu colapso cambial. As pequenas taxas de crescimento do México tiveram como causa fundamental o desaquecimento da demanda dos bens domésticos, decorrente do regime cambial adotado pela México na década de 80 e até meados da década de 1995, apoiado principalmente em uma taxa de câmbio crescentemente valorizada. Os empresários domésticos e os investidores estrangeiros limitaram seus investimentos, de um lado, porque não previam demanda para os bens a serem produzidos, devido à crescente valorização da taxa de câmbio e, por outro lado, percebiam a fragilidade do equilíbrio macroeconômico.

A moeda valorizada e o congelamento de preços permitiram que o México alcançasse a estabilidade, reduzindo substancialmente a taxa de inflação. Porém, a moeda valorizada teve um custo oneroso para o México. Em pouco tempo, o país apresentou déficit em conta corrente, fruto do déficit na conta de comércio. Reconhecidamente, o México moveu-se rapidamente de um excesso de otimismo, devido a uma política macroeconômica concertada de 1988 até 1994, seguido de um pessimismo exagerado, em atitude claramente vinculada à estrutura de incentivos dos administradores dos fundos, entre outros (GRIFFITH-JONES, 1996). Este país viveu uma crise de pânico auto-realizável, dado que os compromissos de curto prazo do governo eram maiores do que os seus ativos líquidos. (SACHS, TORNELL & VELASCO, 1996).

**Gráfico 3. Taxa de Crescimento do PIB. Média anual 1990-2000**

Fonte: IMF. *IFS*, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

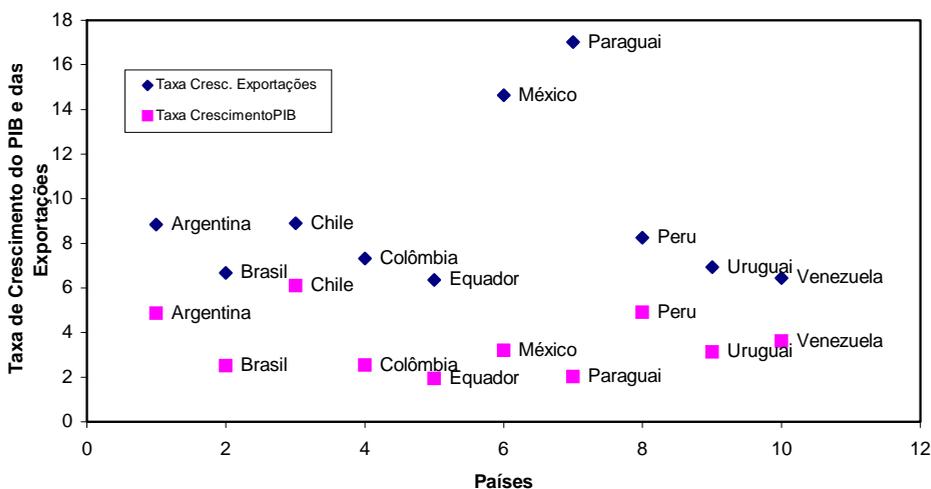
**Gráfico 4. Taxa de Crescimento Anual 1990-2000 (Argentina, Brasil, Chile e México)**

Fonte: IMF. *IFS*, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

Notas: DPIBRR = Taxa de crescimento do PIB do Brasil, DPIBAR = Taxa de crescimento do PIB da Argentina; DPIBCH = Taxa de crescimento do PIB do Chile; e DPIBMX = Taxa de crescimento do PIB do México

Há uma clara relação entre o crescimento das exportações e o crescimento do PIB para as economias da região. O gráfico 5 ilustra esta preocupação. Pode-se observar que, com exceção do Paraguai e do México, cujo crescimento médio anual das exportações é bastante elevado em comparação com o relativamente fraco desempenho da atividade econômica global, todas as demais economias constataam que há uma forte relação entre o crescimento das exportações e o crescimento econômico, tal que o setor exportador cresce mais do que a produção doméstica.

**Gráfico 5. Países da América Latina. Crescimento das Exportações e do PIB. (média anual) 1990-2000**

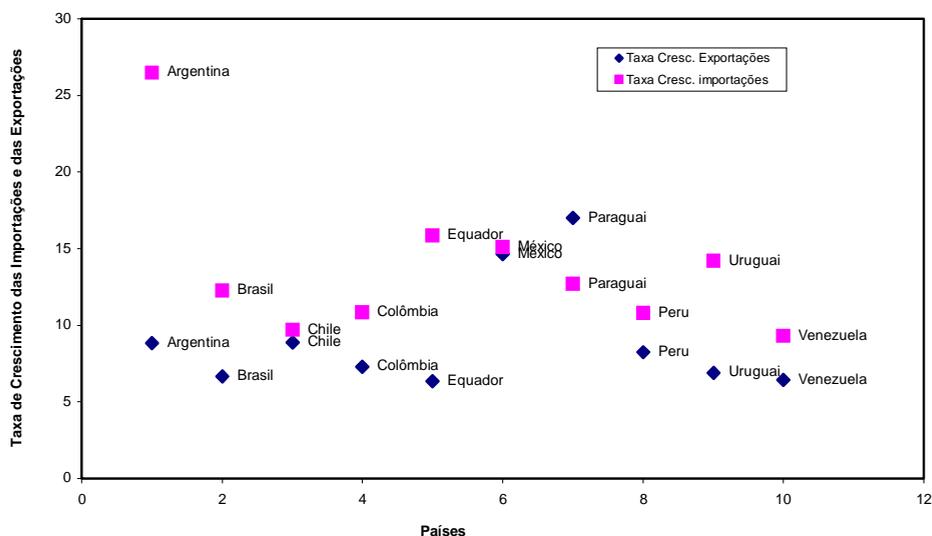


Fonte: IMF. IFS, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

Destaca-se o processo de abertura singular verificado nestes países, quando as importações cresceram mais do que proporcionalmente às exportações. No caso da Argentina, de acordo com o gráfico 6, tal desequilíbrio comercial é bastante notório, e, com menor intensidade, pode-se observar o Brasil, ao passo que, para o México e o Chile, pode-se dizer que são quase que casos particulares dentro dessa região, pois tal diferença é muito pequena.

Assim, o maior grau de abertura comercial na América Latina, que se verificou na década de 90, conforme gráfico 7, foi acompanhada de grandes déficits das transações correntes. Sabe-se que, ao mesmo tempo em que as economias da região realizavam uma ampla abertura comercial, sob regimes de câmbio relativamente rígidos, e com defasagem cambial, elas geram intensos e crescentes déficits de transações correntes. Neste último caso, em se tratando da razão entre os déficits de transações correntes e o PIB, que mede a capacidade de financiamento das contas externas de um país, pode-se observar que tal razão subiu substancialmente, comprometendo, sobremaneira, a capacidade de solvência externa. A Argentina possui um dos piores índices, seguido pelo México, Chile, e Brasil, respectivamente. Houve um comprometimento do crescimento interno, com uma queda significativa do PIB, em todas as economias em questão.

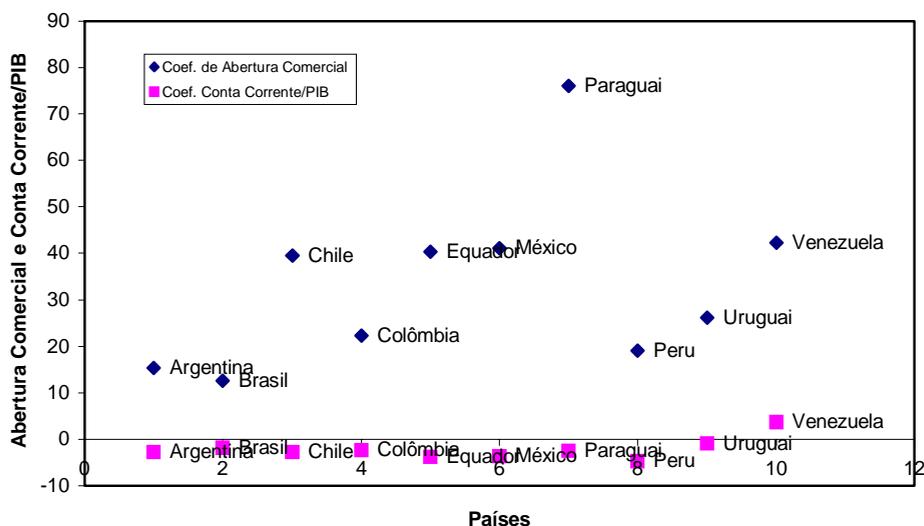
**Gráfico 6. América Latina. Taxas de Crescimento das Exportações e das Importações (média anual) 1990-2000**



Fonte: IMF, IFS, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

No caso do Brasil, com a moeda valorizada e a abertura comercial, houve um aumento das importações, contribuindo para um crescente déficit comercial a partir de 1995. Para combinar a valorização cambial com a remoção das barreiras a importação e financiar o déficit em conta corrente, fruto da disparidade entre a taxa de exportações e a de importações o governo brasileiro teve que contar com uma farta disponibilidade de capitais externos. Observa-se que o grau de abertura da economia brasileira se efetivou muito mais pelo lado das importações do que pelo lado das exportações. As exportações mantêm um comportamento estável ao longo da década, mostrando que o grau de abertura no âmbito das exportações é pouco expressivo. A abertura se dá, sobretudo, através das importações. No início dos anos 90, a abertura da economia brasileira sem intensifica, e ganha fôlego novo, sobretudo, a partir de 1994, período em que o governo brasileiro implementa o Plano Real.

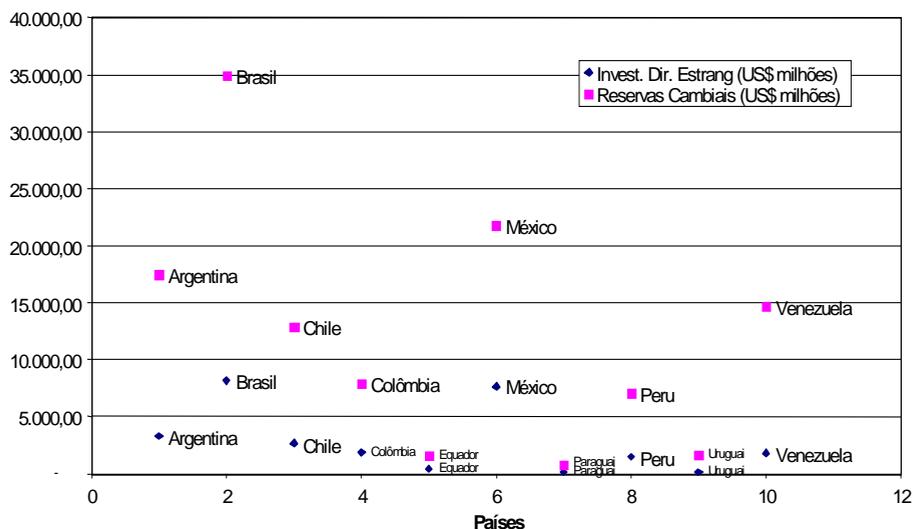
**Gráfico 7. Países da América Latina. Abertura Comercial e Conta Corrente (média anual) 1990-2000**



Fonte: IMF. *IFS*, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

Há que se destacar o processo de retomada dos fluxos de capitais para as economias dessa região, com o propósito de analisar as interações entre as políticas cambiais e monetárias adotadas na região, bem como o padrão de financiamento dos desequilíbrios comerciais e de conta correntes derivados destas políticas. Não se trata, porém, de um processo de demanda de capital cuja dimensão e intensidade ocorreram ao mesmo tempo, pois algumas economias demandaram inicialmente um volume de recursos maior que outras, conforme alguns condicionantes internos e externos. Nem se trata, contudo, de influxos de capitais com mesma composição rumo as diferentes economias (EDWARDS, 1998a e 1998b). No período 1990-1996, os fluxos líquidos de capitais para a América Latina passaram de um total de 50 bilhões de dólares para 206 bilhões de dólares. Assim, *“De 1991-93 os fluxos líquidos de recursos financeiros na região somaram 169,9 milhões de dólares, enquanto que os déficits em conta corrente acumularam 98 milhões de dólares. Em todos os casos, o ingresso de capital foi superior aos desequilíbrios de conta corrente, dando lugar a uma acumulação de reservas”*. (DAMILL et alii, 1996:118).

O grande aumento dos fluxos de capitais na América Latina é função tanto de condicionantes internos quanto externos. Dentre os condicionantes internos, destaca-se a política monetária de taxas de juros reais elevadas, muito acima das taxas de juros praticadas no mercado internacional, um processo de redução da taxa de inflação, as privatizações das empresas estatais, o excesso de liquidez internacional, entre outros fatores. Não obstante, os retornos obtidos pelos investidores estrangeiros nas economias emergentes excederam, em boa medida, àqueles obtidos nas economias desenvolvidas. (GOLDESTINE, MATHIESON & LANE, 1991; CALVO, LEIDERMAN & REINHART, 1993; EDWARDS, 1998a e 1998b).

**Gráfico 8. América Latina - Reservas Internacionais e IDE (Média Anual) 1990-2000**

Fonte: IMF. *IFS*, CD-Rom e [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com).

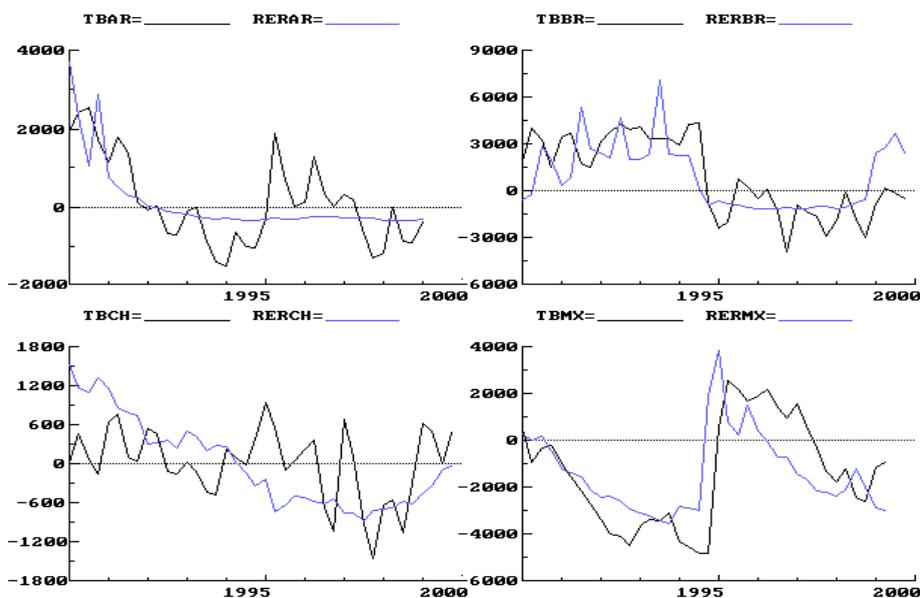
Conforme o gráfico 8, o aumento das reservas cambiais, nos países da América Latina, deu-se em grande medida pela contribuição dos fluxos de capitais especulativos, muito mais do que pelas intensas entradas de investimentos diretos estrangeiros. Mesmo sob estas características de curto prazo, as entradas líquidas de capitais permitiram a estes países financiar seus déficits de conta corrente, além de propiciarem um saldo positivo em reservas, indispensável para a gestão da política monetária sob um regime de câmbio mais rígido (HOLLAND, 2000). De outra parte, há o problema da contaminação destas economias aos choques cambiais advindos de fora ou mesmo do interior de algumas das economias da região. Neste caso, pode-se observar uma forte sincronia no movimento das reservas cambiais nas principais economias da América Latina frente aos choques monetários, de natureza financeira ou cambial, como fica ilustrado no gráfico abaixo, para momentos como a crise do México, a crise da Ásia, da Rússia e, finalmente, a crise do Brasil.

Fato reconhecido, se a estratégia era a de manter a paridade cambial independente das agitações dos mercados financeiros e cambiais, a política cambial torna a taxa de juros a variável central de ajuste nestes momentos. Com isso, impunha-se com credibilidade a trajetória de desvalorização nominal lenta e suave da paridade cambial, como no caso do Brasil, ou simplesmente, de sustentação da Lei de conversibilidade, como no caso da Argentina.

Mesmo sob um regime de câmbio relativamente mais flexível do que a Argentina, a política monetária brasileira reage aos choques externos com uma agressiva política de elevação de juros nominais e reais. Ou seja, mesmo a hipótese de que um regime de câmbio mais flexível permite algum grau de discricionariedade da política monetária deve apresentar uma aceitação relativa. Ou seja, a autonomia das autoridades monetárias para fazer política monetária equivale à autonomia para dobrar ou triplicar a taxa de juros, sob suave desvalorização cambial.

Como se pode observar no gráfico logo a seguir, há que se destacar a forte relação tendencial entre o saldo comercial e a taxa de câmbio para as quadro economias. Afora uma maior ou menor erraticidade para algum caso, o saldo comercial e a taxa de câmbio apresentam uma nítida relação de co-movimento ao longo de toda a amostra. O caso mais notório de co-movimento de curto prazo entre o saldo comercial e a taxa de câmbio é o do México. Para os demais países, Brasil, Argentina e Chile, este co-movimento se expressa muito mais em termos tendenciais de longo prazo, do que de curto prazo.

**Gráfico 11. Saldo Comercial e taxa de câmbio -  
Ajustadas à média (1990.1-2000.1)**



Numa análise gráfica, com as séries de saldo comercial, ajustadas pela média, pode-se observar os seguintes fenômenos: 1) Os saldos comerciais da Argentina com o do Brasil e do Brasil com o do Chile apresentam forte relação de co-movimento unidirecional no início da década (1991-2) e no final da década (após meados de 1997), sendo que o período restante (1992-1997) se caracterizam por movimentos assimétricos, ou, quando de alguma simetria com defasagem temporal ou mesmo com intensidade muito distinta; 2) os saldos comerciais da Argentina com o do Chile se caracterizam por forte relação de co-movimento ao longo de toda a década; 3) Entre a Argentina e o México e entre o México e o Chile, o comportamento do saldo comercial é fortemente assimétrico por toda a década; e 4) No caso do Brasil e do México há mais relações de co-movimento do que de comportamento assimétrico entre o saldo comercial das duas economias. Isto pode atestar

que há, sem dúvida dois tipos de relações comerciais entre estas economias, seja uma caracterizada por uma interdependência comercial proporcionada pelo regime cambial adotado em alguma economia, ou seja por padrões de competitividade típicos do comércio internacional. Contudo, qualquer hipótese associada ao primeiro padrão de relação comercial tende a ser mais aceita para a amostra atual.

Desta análise entre saldo comercial e taxa de câmbio nas quatro maiores economias da América Latina, pode-se concluir que, observando os gráficos, há uma clara relação de co-movimento entre estas duas séries temporais. Entretanto, isto não se reflete no fato de que o saldo comercial seja claramente uma função da taxa de câmbio, pelo menos na década de 90, em três dessas economias. Afinal, sob regimes de câmbio mais pegged não se poderia esperar que fosse diferente.

#### 4. Liquidez Externa e Regionais Cambiais

Inicialmente, pode-se questionar se os movimentos das reservas internacionais se cointegram entre as economias pesquisadas. Noutras palavras, como muitas leituras de crises cambiais atribuem forte peso ao comportamento das reservas internacionais<sup>4</sup>, tal questão pode ser interpretada como se há algum contágio entre as economias da região a partir de fluxos líquidos de capitais<sup>5</sup>. Uma análise gráfica preliminar

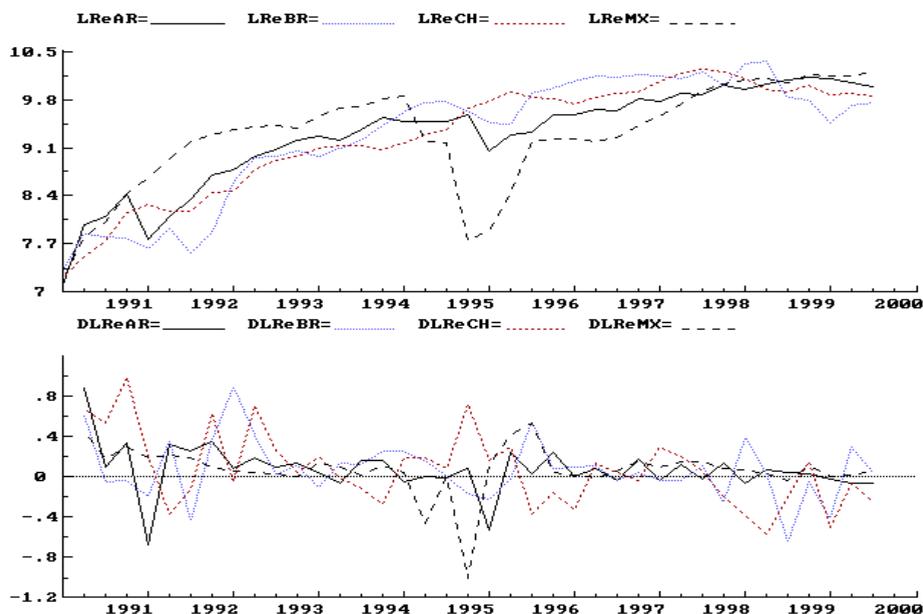
---

<sup>4</sup> Veja, por exemplo, o trabalho de ANDRADE, DIVINO e SILVA (2000:225), quando os autores afirmam que “*Crisis cambiais são identificadas a partir do comportamento cíclico das reservas internacionais*”. Neste trabalho, logo à frente, ficará evidente que se trata de um equívoco, uma vez que muitos dos movimentos abruptos nas reservas cambiais se associaram muito mais com fortes alterações nas taxas de juros do que nas paridades cambiais. Mas do que isto, as fortes alterações para cima nas taxas de juros provocaram muito pouco movimento ascendente das reservas cambiais.

<sup>5</sup> Vale destacar a importante contribuição de EDWARDS (1998c), quando o autor usa de dados com alta frequência para as taxas de juros nominais de curto prazo durante os anos 90 em três economias da América Latina (Argentina, Chile e México) para analisar, entre outros se houve contágio em termos de volatilidade do México para as outras duas economias. Sua conclusão é que este contágio não pode ser negado para o caso da Argentina, mas não se verifica para o caso do México. A explicação para tal assimetria repousa no argumento sobre o controle de capital.

parece indicar que há um forte movimento ascendente ao longo de toda a década para as reservas externas nas quatro economias, ao mesmo tempo em que, durante a crise mexicana não apenas o México sofreu diretamente efeitos em termos de reservas externas, como também em proporção muito similar ao México, o Brasil, bem como a Argentina. Note, ainda que durante as crises externas à região, como a crise da Ásia e a da Rússia, o Brasil se mostrou muito mais vulnerável do que os demais países. Finalmente, durante a forte crise cambial brasileira, não se pode negar movimentos descendentes na curva de reservas externas nas economias da Argentina, do México e do Chile. O gráfico 12 do logaritmo das reservas externas para as quatro economias mostra claramente três importantes momentos em termos de contágio de vizinha: primeiro, no início da década (1990-1991); segundo, no entorno da crise mexicana (1994-1995); e finalmente a partir de meados de 1997 até final de 1999.

**Gráfico 12. Logaritmo das Reservas Cambiais e suas primeiras diferenças (1990.1-2000.1)**



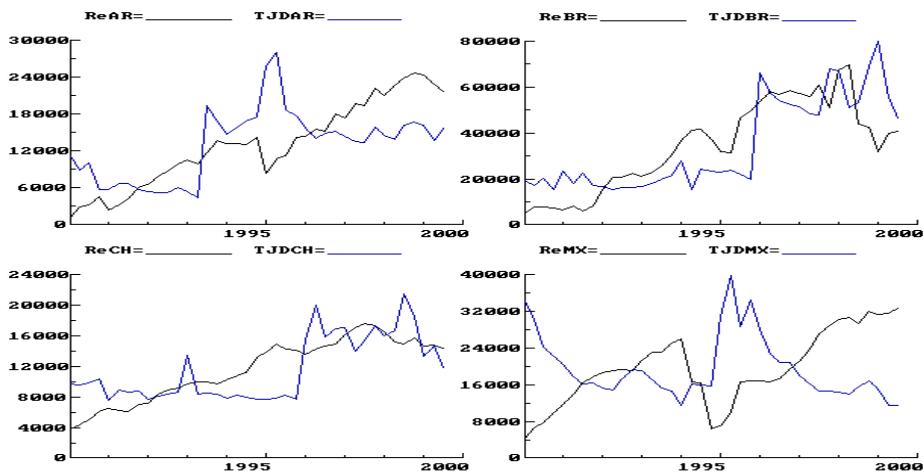
Se as economias da América Latina assumiram escolhas de regimes de câmbio com alguma similaridade em termos de correção da taxa de câmbio, em geral, como regimes mais rígidos, com clara exceção para o Chile, pode-se esperar que as reservas cambiais assumem um papel decisivo e que, em situações de perturbações externas, as autoridades monetárias façam uso da taxa de juros muito mais do que da taxa de câmbio como variável de acomodação dos choques externos. Como nem todas as economias estão sob o mesmo regime de câmbio, principalmente nestas circunstâncias adversas, poderia ser questionado se o uso das taxas de juros torna-se mais decisivo sob regimes mais flexíveis, como o do Chile, ao longo de todo o período, ou o do México, após 1995, ou se sob regimes de câmbio mais rígido, como o do Brasil, após meados de 1994, ou o da Argentina, por todo o período de análise.

Uma análise gráfica preliminar aponta para um fato interessante. Todos os países aqui pesquisados fizeram uso da taxa de juros como instrumento de controle de fluxos de capitais, independentemente do grau de flexibilidade do ajuste nominal da taxa de câmbio. Contudo, somente o Brasil e o Chile fizeram uso recorrente desta variável. Num primeira análise com olhos exclusivos sobre o gráfico de taxa de juros em percentual ao ano, pode concluir que nem a Argentina nem o México fizeram uso da taxa de juros após a crise mexicana, mesmo sob a crise da Ásia, da Rússia e do Brasil. Exceto o Brasil, e para um período de tempo relativamente curto após a crise de janeiro de 1999, a taxa de juros se mostrou um poderoso instrumento de controle das reservas cambiais.

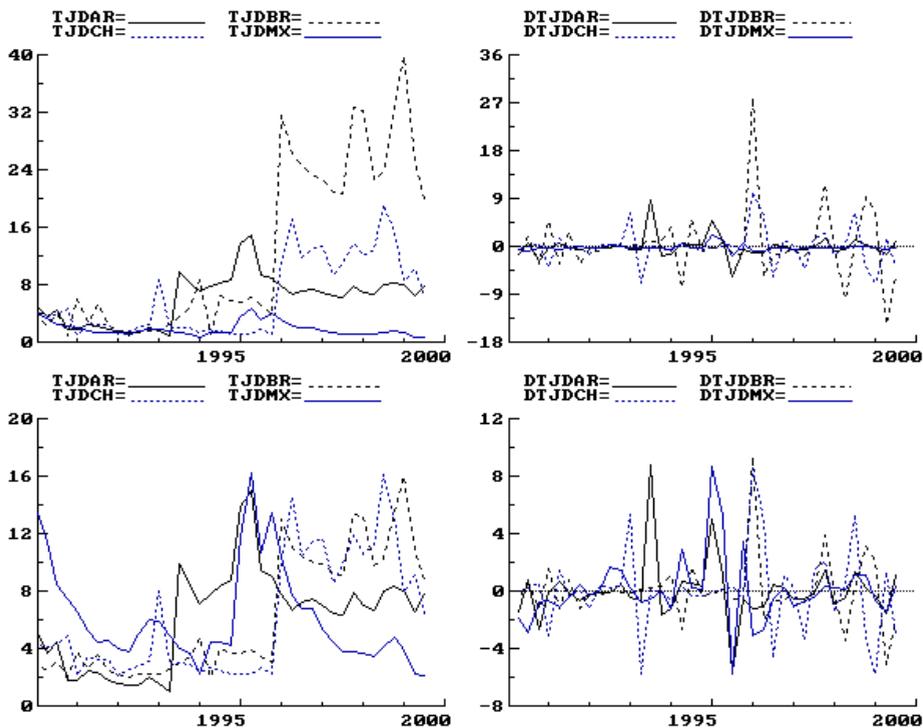
Contudo, quando se observam as taxas de juros ajustadas à média, pode-se notar que todos os quatro países fizeram intenso uso das taxas de juros em circunstâncias de perturbações advindas dos mercados monetários e financeiros. É o que fica claro no gráfico 15, especialmente na quarta ilustração gráfica. Ali permite concluir que não somente o Brasil fez alterações substanciais em sua taxa de juros ou mesmo nem o Brasil e o Chile fizeram uso mais regular deste instrumento, como de modo similar em intensidade relativa e em recorrências, as economias chaves da

América Latina abriram mão de algum aquecimento econômico procurando sustentar a paridade cambial a partir de juros elevados.

**Gráfico 14. Reservas cambiais e taxas de juros no Brasil, Argentina, Chile e México. (Ajustado pela média) (1990.1-2000.1)**



**Gráfico 15. Taxas de Juros em nível (% a.a.) e em primeira diferença e ajustadas à média (1990.1-2000.2)**



Com isto, os resultados que seguem deve negar qualquer hipótese de que uma crise cambial pode ser identificada a partir de movimentos repentinos nos níveis e na variância de reservas cambiais, como em ANDRADE, VICENTE e SILVA (2000).

## 5. Considerações Finais

Vê-se que a escolha de regimes de câmbio mais *pegged* está fortemente associada à busca por estabilização imediata dos preços e

recuperação de um padrão monetário doméstico nas economias da América Latina. Pode-se observar que, por isso mesmo, a década de 90 coincide com uma mudança significativa nos regimes cambiais. Por outro lado, viu-se que o comportamento dos saldos em conta corrente é função, em grande medida, da taxa de câmbio real, tal que modificações na taxa de câmbio real produzem alterações nos preços relativos e, por conseguinte no desempenho comercial das economias.

Ainda com relação a regimes de câmbio mais *hard*, pode-se inferir que há uma perda de autonomia das políticas monetárias. De outra parte, há que se destacar que os efeitos das políticas econômicas adotadas nos países desta região não foram semelhantes, uma vez que os mesmos dependem também das condições econômicas internas de cada país, ou seja, do tamanho de cada economia e sua inserção no mercado internacional. Devido a esse fato, por exemplo, é que em diversos momentos destacamos diferentes taxas de crescimento entre esses países.

No entanto, avaliando a relação entre a taxa de câmbio e os movimentos de capitais na América Latina nos anos 90, observa-se um processo de revitalização dos fluxos de capitais, dada tanto por condicionantes internos, como principalmente por conta de condicionantes externos. Face aos desequilíbrios comerciais advindos do uso da taxa de câmbio como âncora nominal, os influxos de capitais na região contribuíram substancialmente para a correção de tais déficits comerciais e em conta corrente, e ainda propiciaram um saldo em reservas internacionais.

Finalmente, regimes de câmbio de flutuação administrada têm sido adotados ao final da década de 90, em função exatamente das crises cambiais originadas dos desequilíbrios de balanço de pagamentos. Espera-se, com este retorno aos regimes mais flexíveis a correção de desequilíbrios macroeconômicos. Em regimes de câmbio mais flexíveis, as desvalorizações no âmbito do mercado funcionam como instrumentos poderosos de correção do câmbio e de recuperação da competitividade

do setor exportador destas economias. Outras economias, contudo, como é o caso da Argentina, insistem em manter o sistema de *quasi-currency board*, senão migrar para uma dolarização plena.

## Referências

ANDRADE, J. P., DIVINO, J. A. e SILVA, M. L. 2000. Revisando a história das crises cambiais brasileiras recentes. In: FONTES, R. e ARBEX, M. eds. *Economia Aberta: ensaios sobre fluxos de capitais, câmbio e exportações*. Viçosa: UFV, 2000.

ANINAT, E & LARRAÍN, C. 1996. Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena. *Revista de la CEPAL*, 60. Dezembro.

CALVO, G. A., LEIDERMAN, L. & REINHART, C. 1993. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers*. IMF, Washington, vol. 40, no. (1), march.

CANUTO, O. & HOLLAND, M. 2000. Flutuações Cambiais, Estratégias de Políticas Monetária e Metas de Inflação. *Economia Textos* n.º 04. Textos Didáticos e para Discussão do IE-UFU, Uberlândia. 2000.

EDWARDS, S. 1998a. Capital inflows into Latin America: a stop-go story? *NBER Working Paper*, n. 6441. Cambridge, NBER, March.

EDWARDS, S. 1998b. Capital flows, real exchange rates, and capital controls: some Latin American experience. *NBER Working Paper*, n. 6800. Cambridge, NBER, November.

EDWARDS, S. 1998c. Interest rate volatility, capital controls and contagion. *NBER Working Paper*, n.6756. Cambridge, NBER, October.

GOLDSTEIN, M., MATHIESON, D. e LANE, T. 1991. *Determinants an systemic consequences of internactional capital flows*. Occasional Paper, n.77 Washington, IMF,. March.

FRENCH DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES, S. orgs. 1997. *Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

GRIFFITH-JONES, S. 1996. La crisis del peso mexicano. *Revista de la Cepal*, 60. Dezembro.

IMF. *International Financial Statistics*. CD-Rom.

MISHKIN, F. & SAVASTANO. 2000. Monetary policy strategies for Latin America. Cambridge, *NBER Working Paper* 7617. March.

SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. 1996. The colapse of the Mexican peso: what have we learned? *Economic Policy*. Abril.

ZINI JR, A. A. 1992. *Taxa de Câmbio e Política Cambial no Brasil*. São Paulo, EDUSP/BM&F. 1992.

## Anexo 1. Regimes Cambiais e Estratégias de Políticas Monetárias na América Latina (1999).

Regimes Cambiais <sup>1</sup>	Marco de Política Monetária			Programa Respalçado pelo FMI	C
	Âncora Cambial	Objetivos Agregados Monetários	Estratégia Baseada em Objetivos de Inflação		
Regimes cambiais sem uma moeda de curso legal separada Exemplos	Outra moeda de curso legal Panamá				
Outros regimes tradicionais de paridade fixa (incluindo os regimes de paridade de fato sob um sistema de flutuação administrada) Exemplos	El Salvador <sup>2</sup>			El Salvador	
Regimes de <i>Currency Board</i> Exemplos	Argentina <sup>*</sup>			Argentina <sup>*</sup>	
<b>Paridades Móveis</b> Exemplos	Costa Rica Nicarágua <sup>*</sup>			Bolívia Nicarágua <sup>*</sup>	
Taxa de Câmbio dentro de bandas móveis Exemplos	Honduras <sup>*</sup> Uruguai <sup>*</sup> Venezuela			Uruguai <sup>*</sup> Honduras <sup>*</sup>	
Flutuação administrada sem uma taxa de câmbio previamente anunciada Exemplos					Para Gual
Flutuação independente Exemplos		Colômbia Peru <sup>*</sup>	Brasil Chile <sup>4</sup>	Brasil México Peru	Equ:

1) O asterisco indica que o país adota mais de uma âncora nominal na execução da política monetária.

2) O país estabeleceu, de fato, regime de câmbio flutuante administrado ou independente anunciado oficialmente.

3) As Autoridades Monetárias não adotam uma âncora nominal explícita, porém controlam vários indicadores na execução da política monetária.

4) Há um acordo cambial entre os países membros.

Fonte: Síntese a partir de IMF. International Statistics, dezembro de 1999. (Anuário)

Anexo 2. Estatísticas Básicas do Setor Externo de Países Selecionados da América Latina (1990-2000) (Média Anual)

Informações Gerais	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	Equador	México	Paraguai	Peru	Uruguai	Venezuela	Am L
Taxa Cresc. Exportações	8,84	6,67	8,9	7,32	6,35	14,65	17,02	8,26	6,92	6,45	
Taxa Cresc. Importações	26,48	12,28	9,72	10,86	15,88	15,12	12,73	10,8	14,22	9,32	
Conta Com. (US\$ milhões)	142,09	3446,91	249,05	-479,82	555,56	-5506,92	-244,11	-1008,18	-382,63	7965,55	
Conta Corr. (US\$ milhões)	-7486,09	-14095	-1749,78	2109,73	672,89	-14273,09	204,68	-2600,27	177,33	3118,09	
Inv. Dir. Estr. (US\$ milhões)	3313,78	8157,78	2660,67	1874,00	439,00	7647,44	155,11	1462,00	140,17	1800,22	29
Res. Cambiais (US\$ milhões)	17479,45	34996,31	12877,73	7867,19	1600,14	21803,65	822,22	7067,26	1688,21	14672,42	
Coef. Reservas/Importações	0,96	0,85	1,01	0,82	0,51	0,26	0,28	1,1	0,71	1,34	
Coef. de Abertura Comercial	15,32	12,66	39,55	22,31	40,3	41,17	76,03	19,04	26,11	42,28	
Coef. Conta Corrente/PIB	-2,71	-1,87	-2,78	-2,41	-3,8	-3,69	-2,56	-4,76	-0,94	3,68	
Taxa Crescimento do PIB	4,86	2,5	6,11	2,54	1,94	3,21	2,01	4,92	3,13	3,61	

Fonte: IMF, IFS, CD-Rom. & [http://www.latin\\_focus.com](http://www.latin_focus.com)

## Resumo

O objetivo central deste trabalho é apresentar os fatores determinantes das estratégias de políticas cambiais adotadas na América Latina, bem apontar seus efeitos em termos de problemas de ajustamento externo, entre outros. Procura-se destacar a ampliação da vulnerabilidade externa às crises financeiras e cambiais advindas de outras regiões, bem como, um mecanismo endógeno de propagação de crises no interior da região. Os resultados básicos deste trabalho podem se resumir no fato de que não se pode apontar para uma estratégia ótima de política cambial, mesmo que tenha sido observado um conjunto aparentemente diferenciado de regimes de câmbio adotados ao longo da década.

**Palavras-chaves:** Estratégias de políticas cambiais, regimes cambiais, América Latina

## *Abstract*

*This paper approaches some common features presented by distinctive exchange rate regimes adopted in Latin American large economies in the nineties, insofar as their actual ability to provide a defense against foreign shocks. We attempt to illustrate how Latin American economies have remained vulnerable to liquidity shocks coming from other regions, whatever have been the national choices of exchange rate regime. We also highlight how those shocks from abroad have been widespread through an endogenous mechanism of the crisis propagation within Latin America. Our hypothesis is that the availability of a foreign liquidity cushion at the region level tends to continue to be a necessary condition for higher macroeconomic stability, whether or not exchange rate regimes in the region converge towards bi-polar cases of hard pegs and flexible regimes.*

**Keys-words:** *Foreign liquidity; exchange rate regime, Latin American economies.*