

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Letícia Scofield Miglio

**Os determinantes da rápida recuperação da América Latina na crise recente do
final dos anos 2000: Uma análise dos casos da Argentina, Brasil, Chile,
Colômbia, México e Peru**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2012

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP

Leticia Scofield Miglio

**Os determinantes da rápida recuperação da América Latina na crise recente do
final dos anos 2000: Uma análise dos casos da Argentina, Brasil, Chile,
Colômbia, México e Peru**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para
obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação
do Prof., Doutor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho.

SÃO PAULO

2012

AGRADECIMENTOS

No último domingo recebi um e-mail que me fez dar cambalhotas e saltos pelo ar: enfim poderia imprimir a minha dissertação. Depois dos momentos de tanta euforia, gritos de alegria, parei para pensar no caminho percorrido até o momento. Foram dois anos de muita história. Desde 2010 quando cheguei à São Paulo com a intenção de fazer o meu mestrado, muita coisa aconteceu: novas amizades foram descobertas, comecei a trabalhar pela primeira vez, senti muitas saudades de casa, minha sobrinha nasceu e aprendi, aprendi, aprendi. Aprendi sobre a vida, aprendi Economia, aprendi a ser mais humana, aprendi com os meus erros e com os erros das outras pessoas, enfim, vivi.

Hoje não quero agradecer as pessoas por terem me aguentado quando não parava de reclamar, ou quando me alertaram para o meu objetivo, ou quando apenas escutaram o meu choro, ou quando compreenderam o porquê de tanta ausência como amiga, filha, prima ou simplesmente como Letícia. Hoje só quero dividir a minha felicidade, a minha sensação de dever cumprido. Hoje quero agradecer pelo quanto aprendi a viver com todas essas pessoas: Maezinha, Gordo, Rima, Gio, Ju, Gigi, Mimi, tia Puruca, primos-irmãos, Mari-marida, Pedrão, trainees Libra, Grupo Libra, bolsistas do Mestrado, Leo, Mari, Gela, Cami, Vanessa, meu orientador Carlos, Emília, Sonia, professores da PUC (Laura, João, Pati, Pamplona, Julio, Ladislau, Paulo, Rogério). Obrigada, obrigada e obrigada.

EU CONSEGUI!!!!

Banca Examinadora

Leticia Scofield Miglio

Os determinantes da rápida recuperação da América Latina na crise recente do final dos anos 2000: Uma análise dos casos da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru

Resumo

A crise financeira do final dos anos 2000 gerou impactos na economia mundial e foi sentida na América Latina a partir de 2008. Entretanto, os resultados analisados até o momento nos permitem inferir que essa crise possui caráter diferenciado quando se observa as economias latino-americanas. O contexto externo marcado pela forte presença da China no comércio mundial (recuperando os níveis do comércio de commodities) e o transbordamento da intervenção do FED nos EUA por meio de sua política expansionista, permitiram um período de liquidez internacional, que difere do ambiente econômico de crises anteriores. Além disso, a forte presença dos governos latino-americanos através da adoção de políticas econômicas anticíclicas gerou efeitos positivos nessas economias, minimizando os efeitos dessa crise financeira. O estudo das políticas adotadas pela América Latina e a análise do contexto internacional, é objeto de pesquisa do presente trabalho que será desenvolvido por meio da revisão teórica e da observação do comportamento das variáveis quantitativas.

Palavras-chave: Crise financeira internacional; América Latina; políticas anticíclicas.

Abstract

The financial crisis of the late 2000s generated impacts on the world economy and was felt in Latin America since 2008. However, when analyzing the results until now, we realize that this crisis was different in the Latin American economies. The external environment marked by the strong presence of China in world trade (recovering levels of trade in commodities) and the overflow of the intervention of the Fed in the U.S. through its expansionist policies allowed a period of international liquidity, which differs from the economic environment crisis above. Moreover, the strong presence of Latin American governments through the adoption of countercyclical economic policies generated positive effects in these economies, minimizing the effects of financial crisis. This research has the objective of study the policies adopted by Latin America and analyze the international context by reviewing theory and observation of the quantitative variables.

Keywords: International financial crisis, Latin America, countercyclical policies.

LISTA DE TABELAS

<u>TABELA 1</u> - Índice de Preço das Commodities 2000-2010 em U\$ (2001=100)	37
<u>TABELA 2</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) na Argentina no período de 1995-2010	48
<u>TABELA 3</u> - Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)	51
<u>TABELA 4</u> - Balanço Patrimonial da Argentina no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	53
<u>TABELA 5</u> - Índice de preço ao consumidor na Argentina no período de 1995–2010 (em %).....	54
<u>TABELA 6</u> - Dívida Pública da Argentina no período de 1995-2010 (em % do PIB) .	55
<u>TABELA 7</u> - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral da Argentina no período de 1995-2009 (em % do PIB).....	56
<u>TABELA 8</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Brasil no período de 1995-2010	59
<u>TABELA 9</u> - Dívida Pública do Brasil no período de 1995-2010 (em % do PIB)	61
<u>TABELA 10</u> - Índice de preço ao consumidor no período de 1995–2010.....	63
<u>TABELA 11</u> - Balanço Patrimonial do Brasil no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	64
<u>TABELA 12</u> - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Brasil no período de 1995-2009 (em % do PIB)	65
<u>TABELA 13</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Chile no período de 1995-2010	68
<u>TABELA 14</u> - Dívida Pública do Chile no período de 1995-2010 (em % do PIB)	71
<u>TABELA 15</u> - Índice de preço ao consumidor no período de 1995–2010 (em %)	72
<u>TABELA 16</u> - Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)	74
<u>TABELA 17</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) na Colômbia no período de 1995-2010	78

<u>TABELA 18</u> - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral da Colômbia no período de 1995-2009 (em % do PIB).....	81
<u>TABELA 19</u> - Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)	83
<u>TABELA 20</u> - Dívida Pública da Colômbia no período de 1995-2010 (em % do PIB)85	
<u>TABELA 21</u> - Balanço Patrimonial da Colômbia no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	86
<u>TABELA 22</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no México no período de 1995-2010	89
<u>TABELA 23</u> - Balanço Patrimonial do México no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	90
<u>TABELA 24</u> - Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)	92
<u>TABELA 25</u> - Dívida Pública do México no período de 1995-2010 (em % do PIB) ...	94
<u>TABELA 26</u> - Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)	96
<u>TABELA 27</u> - Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Peru no período de 1995-2010	98
<u>TABELA 28</u> - Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)	100
<u>TABELA 29</u> - Índice de preço ao consumidor no Peru no período de 1995–2010 (1995 = 100).....	101
<u>TABELA 30</u> - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Peru no período de 1995-2009 (em % do PIB).....	102
<u>TABELA 31</u> - Dívida Pública do Peru no período de 1995-2010 (em % do PIB).....	103
<u>TABELA 32</u> - Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)	105
<u>TABELA 33</u> - Balanço Patrimonial do Peru no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	106
<u>TABELA 34</u> - Políticas monetárias adotadas na Argentina durante o período de 1995-2011	112
<u>TABELA 35</u> - Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral no período de 1995-2010 (em % do PIB).....	117

TABELA 36 - Políticas monetárias adotadas no Brasil durante o período de 1995-2011	118
TABELA 37 - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Chile no período de 1995-2009 (em % do PIB).....	120
TABELA 38 - Políticas monetárias adotadas no Chile durante o período de 1995-2011	122
TABELA 39 - Balanço Patrimonial do Chile no período de 1995-2011 (em MM de US\$)	123
TABELA 40 - Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011 .	127
TABELA 41 - Índice de preço ao consumidor na Colômbia no período de 1995–2010 (em %).....	128
TABELA 42 - Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do México no período de 1995-2009 (em % do PIB).....	130
TABELA 43 - Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011 .	133
TABELA 44 - Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011 .	138

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Índice da Bolsa de Valores nos países selecionados no período de 2003-2010 (Índices nacionais trimestrais, 31 março 2003=100).	29
GRÁFICO 2 - O desenvolvimento do mercado de títulos públicos 2007-2010 (Índices nacionais trimestrais, 31 dezembro 2007=100).....	30
GRÁFICO 3 - Variação do Federal Funds nos EUA (2002-2010)	31
GRÁFICO 4 - Índice das condições financeiras dos EUA 2007-2011 (dados trimestrais).....	32
GRÁFICO 5 - Evolução por país do comércio bilateral com China e EUA: 2000-2010 (U\$)	36
GRÁFICO 6 - Balança Comercial da Argentina no período de 1995-2010.....	49
GRÁFICO 7 - Balança Comercial do Brasil no período de 1995 - 2010.....	62
GRÁFICO 8 - Balança Comercial do Chile no período de 1995-2010.....	69
GRÁFICO 9 - Balança Comercial da Colômbia no período de 1995-2010.....	80
GRÁFICO 10 - Balança Comercial do México no período de 1995-2010.....	91
GRÁFICO 11 - Balança Comercial do Peru no período de 1995-2010	99

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Políticas anticíclicas adotadas pela Argentina no período de crise ...	113
QUADRO 2 - Políticas anticíclicas adotadas pelo Brasil no período de crise	116
QUADRO 3 - Políticas anticíclicas adotadas pelo Chile no período de crise	121
QUADRO 4 - Políticas anticíclicas adotadas pela Colômbia no período de crise ...	125
QUADRO 5 - Políticas anticíclicas adotadas pelo México no período de crise	131
QUADRO 6 - Políticas anticíclicas adotadas pelo Peru no período de crise	135

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 1 - Os reflexos da política externa na recuperação latino-americana frente ao colapso financeiro mundial	17
1.1 A crise do subprime e seus desdobramentos até 2011	18
1.2 Os impactos na América Latina das políticas norte-americanas de superação da crise.....	24
1.3 A influência da China e o mercado futuro na alta dos preços das commodities..	33
CAPÍTULO 2 – Panorama econômico dos países latino-americanos da bonança à crise do <i>subprime</i> – Uma análise de 1995 à 2010	42
2.1 Argentina	46
2.2 Brasil	58
2.3 Chile	66
2.4 Colômbia	75
2.5 México	87
2.6 Peru.....	97
CAPÍTULO 3 - Políticas econômicas adotadas pelos países latino-americanos no período de 2007 a 2011	108
3.1 Argentina	110
3.2 Brasil	114
3.3 Chile	119
3.4 Colômbia	124
3.5 México	129
3.6 Peru.....	134
CONSIDERAÇÕES FINAIS	140
REFERÊNCIAS	143
ANEXO.....	150

INTRODUÇÃO

Para a América Latina, a crise financeira internacional do final dos anos 2000, apesar da gravidade que assumiu nos países centrais, provocou impactos econômicos bem menos intensos nesses, quando comparados aos desenvolvidos, e bem mais curtos quando observamos episódios anteriores de estresse econômico. Surge, então, a necessidade de estudar os fatores responsáveis por essas diferenças, na tentativa de contribuir para os extensos debates relacionados ao papel das políticas internas e da conjuntura externa nas transformações econômicas da América Latina.

O colapso do banco de investimento *Lehman Brothers* em setembro de 2008 resultou em um transbordamento da crise financeira para os países emergentes (PRATES; CINTRA, 2009). Em relação à América Latina, a crise de ordem exógena provocou impactos financeiros e reais nas economias desses países. Os impactos financeiros foram originados da redução dos fluxos de capitais destinados aos países latino-americanos devido à situação financeira dos países investidores e ao aumento do Risco-País. Houve, então, nestes países, uma deterioração das contas externas agravada pelo aumento das remessas de lucros ao exterior e redução das transferências unilaterais dos imigrantes (FERNÁNDEZ-ARIAS; MONTIEL, 2009). Os impactos reais foram sentidos, na Balança Comercial no ano de 2008 devido à redução dos preços das commodities que representam cerca de 60% das exportações da América Latina (DAMILL; FRENKEL, 2009) e uma retração das importações por parte dos países desenvolvidos afetados pela crise.

Segundo Fernández-Arias e Montiel (2009), os impactos da crise financeira dependem da estrutura econômica dos países (grau de abertura financeira e comercial), o que será analisado posteriormente. As políticas econômicas de combate à crise implementadas em cada país também influenciaram os resultados internos e o aprofundamento da crise financeira. Neste contexto, ao contrário do que historicamente se vem observando, o choque externo do final dos anos 2000 não afetou de forma abrupta as economias latino-americanas. De acordo com os estudos divulgados pelo Fundo Monetário Internacional (2009a) é possível inferir que esses países sofreram menores impactos quando comparados aos países desenvolvidos.

Para entendermos o caráter diferenciado dessa crise em relação às crises de anos anteriores e em relação aos países desenvolvidos que foram intensamente

afetados nessa crise, é importante observarmos o novo cenário exógeno constituído principalmente pelo forte papel da economia chinesa no comércio mundial. Em relação à América Latina, a China se tornou um importante parceiro comercial, elevando consideravelmente suas importações de commodities provenientes dos países latinos. O aumento das exportações e a elevação dos preços das commodities possibilitaram aos países da América Latina assumir a mesma estratégia dos países asiáticos de acumular reservas internacionais, tornando-os superavitários em transações correntes no período de 2003-2007 (PRATES; CINTRA, 2009).

A elevação dos preços das commodities, em especial dos produtos não-renováveis, tem aumentado a participação dos países latino-americanos no comércio mundial (JIMÉNEZ; TROMBEN, 2006). Essa situação decorre, segundo a Cepal (2011), de um processo de “fragmentação geográfica da produção mundial e da gestão de novas cadeias globais de valor” que configura o novo cenário de comércio internacional no qual os produtos manufaturados reduzem o seu valor e, por sua vez, os bens primários e intermediários passam a ter um maior valor agregado devido à especialização das etapas do processo produtivo.

O importante volume das reservas cambiais acumulados na América Latina no período pré-crise e a adoção por grande parte desses países de um câmbio mais flexível possibilitaram, segundo Frenkel e Rapetti (2009b), uma maior atuação dos governos e dos bancos centrais na adoção de políticas anticíclicas de combate à crise financeira que se segue, evitando, assim, desequilíbrios cambiais frente as oscilações do dólar e mantendo mais estáveis as relações comerciais.

O Federal Reserve System – FED – também teve um importante papel na conjuntura da instabilidade econômica e financeira do final dos anos 2000 ao realizar políticas de expansão monetária por meio da concessão de crédito de longo prazo e da constituição de novos empréstimos e financiamentos da compra de ativos (FMI, 2009b). Essa expansão monetária do governo norte-americano aliada à política do FMI de concessão de uma nova linha de financiamento para execução de políticas fiscais anticíclicas levou a um ambiente de considerável liquidez mundial (FRENKEL; RAPETTI, 2009a). Esse cenário somado à manutenção das baixas taxas de juros do federal funds mantiveram atrativos os títulos comercializados pelos países emergentes, aumentando a entrada significativa dos fluxos de capital externo nesses

países desde a recuperação dessas economias em 2010, minorando os efeitos da crise sobre as contas externas desses países.

Compreender e estudar essas políticas anticíclicas de ordem fiscal e financeira adotadas na América Latina durante o colapso financeiro citado é imprescindível para a compreensão do desempenho econômico desses países ao longo dos três últimos anos da década (2008, 2009, 2010). Ademais, tal estudo permitirá compreender o novo cenário econômico mundial e analisar a perspectiva dessa crise financeira que possibilitou diferentes ações dos governos latino-americanos e, conseqüentemente, diferentes resultados para esses países quando comparados aos países europeus e aos EUA. Assim, será possível averiguar se os impactos da crise foram reduzidos devido às medidas internas adotadas pelos governos desses países e/ou devido à conjuntura externa marcada pela liquidez e forte recuperação dos preços das commodities.

O primeiro capítulo consiste na análise do contexto externo durante a crise, para tanto foi necessário analisar a taxa de juros adotada pelos EUA durante a crise e as políticas de expansão de liquidez aplicadas pelo FED, complementadas pela expansão do crédito externo cedido pelos organismos multilaterais (FMI, BID). Esse ambiente de maior liquidez internacional, somado aos melhores índices da Bolsa de Valores na América Latina e o menor risco-país, explicam a ausência de fuga de capitais impactando diretamente na Balança Financeira e de Capitais dos países. O papel da China no comércio mundial está relacionado aos resultados da balança comercial dos países da América Latina e à conseqüente formação de reservas que, por sua vez, influencia a manutenção cambial, evitando os desequilíbrios cambiais recorrentes nas crises anteriores. Essas variáveis foram coletadas e os resultados analisados separadamente, considerando as similitudes e as especificidades dos países.

Com relação ao contexto interno, a análise do espaço fiscal de cada país será realizada no capítulo 2 a partir de dados referentes às receitas (incluindo a arrecadação tributária), os gastos e o comportamento da dívida pública desde o início da década de 90 com a finalidade de verificar as diferentes políticas econômicas adotadas por cada país. A partir de tais dados, foi possível verificar, no capítulo 3, o grau de vulnerabilidade interna e o espaço para aplicação de políticas anticíclicas de caráter monetário, fiscal e tributário que implicaram, em alguns países, em um rápido aquecimento da demanda interna. O estudo separadamente

de cada país nos capítulos 2 e 3 permitiram verificar as especificidades dos regimes adotados e a maior/menor dependência desses países aos efeitos econômicos externos. As políticas anticíclicas e a recuperação econômica estiveram diretamente relacionadas a esses aspectos, ao posicionamento desses países na economia mundial e a influência que os países avançados exercem sobre cada um.

CAPÍTULO 1

Os reflexos da política externa na recuperação latino-americana frente ao colapso financeiro mundial

Passados quatro anos da crise internacional iniciada em 2007, continua débil a recuperação dos países economicamente desenvolvidos, principalmente aqueles que constituem o espaço do euro. Esses países, além de persistirem em uma situação de desequilíbrio fiscal, ainda são afetados pelos desequilíbrios comerciais mundiais. A lenta recuperação dos EUA tem gerado pressões monetárias com a persistente desvalorização do dólar e tem implicado na necessidade de manter os programas de estímulo econômico o que implica em uma postergação dos desequilíbrios monetários e financeiros nessas economias desenvolvidas. Os altos índices de desemprego e da dívida pública, somados à recuperação parcial dos sistemas financeiros e a inconsistências do balanço de pagamentos, tem dificultado a reativação das economias avançadas (FMI, 2010).

Em contraste com o menor dinamismo econômico dos países europeus e norte-americano, os países emergente, em especial a América Latina, tem demonstrado um quadro de maior sustentação das contas externas e internas quando comparado a períodos anteriores de crise mundial. As condições internas de maior controle fiscal e melhores resultados econômicos dos países latino-americanos, somados à conjuntura externa que se caracterizou como favorável à recuperação econômica devido à existência de liquidez e recuperação das relações comerciais mundiais, favoreceram a adoção por parte desses países de políticas anticíclicas que foram importantes em sua recuperação. Segundo a Cepal (2009c) a recuperação das relações de comércio mundial deve-se as baixas taxas de juros internacionais e a depreciação do dólar, a restauração dos fluxos de financiamento internacional, a recuperação parcial dos preços de vários produtos básicos (cobre, petróleo, trigo e soja) e a recuperação das atividades econômicas nos países industrializados e na América Latina.

Esse capítulo procura analisar o contexto externo no intuito de verificar as políticas adotadas pelo governo norte-americano durante a crise e o posicionamento do FMI em relação aos países emergentes. Para tanto, primeiramente buscou-se

analisar a crise do subprime de uma forma resumida, observando os seus desdobramentos ao longo dos anos. Para avaliação do ambiente externo, foi necessário analisar a taxa de juros adotada pelos EUA durante a crise e as políticas de expansão de liquidez aplicadas pelo FED, complementadas pela expansão do crédito externo cedido pelos organismos multilaterais (FMI, BID) na tentativa de observar se tais fatores de intervenção repercutiram positivamente em relação aos países latino-americanos.

Na segunda sessão foi analisado o papel da China como parceiro comercial da América Latina, procurando observar de que forma as relações comerciais impactaram o crescimento da América Latina durante o intervalo de 2002-2007 e de que forma tal relação auxiliou a recuperação dessa região na recuperação econômica frente à crise. Além disso, foi importante avaliar o mercado futuro de commodities e o boom dos preços desses produtos ao longo do anos 2000 e durante o desdobramento da crise.

1.1 A crise do *subprime* e seus desdobramentos até 2011

Segundo alguns autores, a prostração econômica do final dos anos 2000 está relacionada à um fator estrutural de regulamentação financeira que permitiu grandes níveis de déficit público interno e externo da economia norte-americana, marcados por uma flexível supervisão bancária. Esse processo de flexibilização, que ocorreu também em outros países europeus (Grã-Bretanha), permitiu uma grande extensão do crédito destinado as empresas e ao consumo das famílias (principalmente na forma de crédito hipotecário) o que intensificou a vulnerabilidade e a fragilidade econômica desses países dado a extensão monetária que as instituições financeiras mantiveram ao longo desses anos (CHESNAIS, 2008).

Para entender esse colapso financeiro que se iniciou em 2007 é necessário compreender o processo de desregulamentação financeira do setor imobiliário iniciado e aprofundado nos EUA durante os anos 1990 e 2000 (CARCANHOLO et al, 2008). Tal processo permitiu o crescimento de empresas independentes (sociedades financeiras) que passaram a atuar no mercado hipotecário concedendo créditos imobiliários para toda a população. O crescimento da bolha especulativa do mercado hipotecário foi incentivado pela redução dos juros norte-americano em princípios do ano 2000 como uma forma de defender a economia da crise econômica da época

(VANOLI, 2008). Por um lado, a redução dos juros possibilitou menores impactos recessivos da crise e, por outro lado, propiciou o crescimento do setor de construção civil e o aumento da valorização dos imóveis nos anos seqüentes.

Com o aumento da taxa de juros norte-americana em 2007, houve elevação das prestações do financiamento concedido para a compra de imóveis que eram negociadas por meio de taxas variáveis de juros. Isso gerou um aumento da inadimplência e, conseqüentemente, uma redução dos créditos concedidos ao setor imobiliário originando queda nas vendas de imóveis e nos seus preços (CARCANHOLO et al, 2008).

Como havia uma forte correlação do mercado imobiliário e do mercado financeiro, uma desaceleração do mercado *subprime* de alto risco impactou diretamente o mercado financeiro e de capital dos EUA e Europa. Os bancos americanos e europeus envolvidos na titularização e securitização das hipotecas tiveram que assumir as dívidas geradas pelas sociedades financeiras, resultando em falências e deterioração de suas condições financeiras. O banco de investimento *Lehman Brothers* decretou falência em setembro de 2008, decorrendo em um maior transbordamento da crise financeira para os países emergentes (PRATES; CINTRA, 2009).

Como assinalam Prates e Cintra (2009), a crise originou-se da escassa regulação do mercado financeiro hipotecário, permitindo que as sociedades financeiras vendessem as suas carteiras de crédito aos bancos comerciais e de investimento dos EUA e de bancos estrangeiros. Os bancos, por sua vez, desfaziam-se dos riscos existentes do financiamento por meio da criação de produtos estruturados (CDOs - *Collateralized Debt Obligations*) que eram comercializados no mercado de capitais. Além disso, criou-se um sistema paralelo (*Global Shadow Financial System*) decorrente da expansão dos meios de pagamento em que os bancos e as sociedades financeiras captavam recursos no curto prazo e investiam em ativos de longo prazo e pouco líquidos. Segundo Vanoli (2008), os mesmos bancos que criaram os CDOs por meio da engenharia financeira formavam também sociedades em paraísos fiscais que passavam a investir nesses produtos estruturados, alimentando a bolha hipotecária. Os efeitos dos seus colapsos foram sentidos nos diversos setores da economia americana, impactando primeiramente o mercado bancário e reduzindo os ganhos de capital.

Segundo relatório do BIS (2009), é possível periodizar a crise de acordo com a sua extensão e seus impactos para os países envolvidos. A primeira etapa ocorreu entre julho de 2007 e março de 2008 no qual a crise se concentrava no mercado *subprime* e atingiu, especialmente, as instituições financeiras norte-americanas e instituições de alguns países que possuíam ativos relacionados às hipotecas americanas. Os países emergentes não foram impactados, especialmente devido a baixa influência desses ativos em suas economias, surgindo, assim, a teoria do *decoupling*¹.

A desaceleração econômica ao longo de 2007 ocorreu prioritariamente nos países avançados e, em especial, nos EUA. Essa fase da crise estava relacionada, principalmente, com as tensões geradas no mercado imobiliário que passaram a refletir no sistema financeiro. As economias em desenvolvimento, que possuíam uma menor relação com o mercado *subprime*, continuaram apresentando altas taxas de crescimento, encabeçadas, principalmente, pela China e Índia.

Os países da zona do euro, no início 2008, mantinham acentuadas divergências quanto aos impactos da crise e aos níveis de dívida pública. Os países mais prejudicados, em termos de crescimento econômico, tinham sido aqueles que possuíam um maior vínculo financeiro com o mercado imobiliário norte-americano (bancos expostos aos ativos de risco do mercado das hipotecas norte-americanas). Em relação à autonomia para amortecimento dos impactos da crise, os níveis de endividamento e espaço para aplicação de políticas públicas era diferenciado entre os países: alguns puderam utilizar os estabilizadores automáticos, enquanto outros se mostraram incapazes de implementar estímulos econômicos e utilizar os estabilizadores automáticos.

Assim, o contágio da crise nos países europeus se deu, primeiramente, através do mercado financeiro. Vários bancos e instituições de investimento que possuíam certa exposição ao mercado de hipotecas dos EUA, seja diretamente ou por meio de investimentos em ativos de risco, sofreram impactos relacionados à restrição de capital e desestruturação de seus balanços. Esses impactos nas instituições bancárias na Europa teve um efeito de transbordamento na economia real desses países já que, ao contrário dos EUA, na Europa as famílias utilizam

¹ Os países emergentes estavam desacoplados das economias avançadas o que permitia uma certa blindagem econômica desses países frente às instabilidades econômicas dos EUA e países europeus.

massivamente os financiamentos bancários. Assim, ao reduzirem os níveis de financiamento, houve repercussão no consumo privado e nos investimentos tanto do setor imobiliário como de outras empresas de setores de consumo.

Os principais bancos afetados pela desvalorização dos ativos hipotecários de alto risco dos EUA foram os situados no Reino Unido, na Alemanha, na Suíça e na França. O impacto nesses bancos, por sua vez, afetou indiretamente outras instituições financeiras europeias situadas na Áustria e na Itália que possuíam relações financeiras com essas instituições, resultando, assim, em um contágio financeiro e, posteriormente, real em quase todos os países da Europa ocidental.

Nesse momento, a inflação se intensificou de forma generalizada, pressionada pelos preços dos alimentos e dos insumos energéticos (em especial o petróleo), impulsionados pelo dinamismo da demanda dos países emergentes, responsáveis por grande parte do consumo de alimentos e produtos básicos. Além disso, os fatores financeiros impulsionaram os preços ao utilizar as commodities como ativos de investimento especulativo (como será mencionado posteriormente). Assim, ao contrário do que ocorreu em 2009/2010, os países latino-americanos, a princípio tiveram que conviver com um cenário de crescimento da inflação o que incentivou alguns países como Chile, Colômbia, México, Peru e o Brasil a assumirem uma política monetária mais restritiva ao longo de 2007 e boa parte do ano de 2008.

A segunda fase (março a setembro de 2008) foi marcada pela extensão da crise a outros segmentos do mercado financeiro, sendo necessária a atuação do FED no resgate de algumas instituições financeiras. Essas instabilidades financeiras provocaram impactos nos países emergentes devido a contração do crédito bancário, atingindo principalmente países com déficit em transações correntes (Turquia e África do Sul) e com elevado endividamento de curto-prazo (África do Sul). O mais importante mecanismo de propagação da crise, segundo Chesnais (2007), foi a ampliação da contração do crédito interno ao setor financeiro, que resultou em impactos reais e financeiros.

Os bancos centrais, nesse contexto, tiveram que atuar de maneira mais firme, por meio de iniciativas para provimento de liquidez na forma de financiamentos de curto prazo. O FED (Federal Reserve System), em especial, teve um importante papel na conjuntura da crise ao realizar políticas de expansão monetária através da concessão de crédito de longo prazo e da concessão de novos empréstimos e

financiamentos da compra de ativos (FMI, 2009a). O Banco Central Europeu atuou por meio da expansão de suas operações de provimento de liquidez, o Banco da Inglaterra procurou ampliar as garantias de liquidez para uma lista mais extensa de instituições financeiras.

Com a deterioração de suas economias, os países desenvolvidos reduziram as suas importações o que foi sentido pelos países emergentes, como os latino-americanos. Assim, após um período de forte crescimento dos preços dos produtos básicos, a volatilidade das bolsas de valores do mundo, as incertezas cambiais e a desaceleração das economias avançadas passaram a repercutir nos países emergentes, desacelerando o preço dos produtos básicos e os níveis de exportação para Europa e EUA, o que, conseqüentemente, gerou desequilíbrios dos saldos comerciais e da conta corrente.

A falência do Lehman Brothers marca a terceira etapa da crise (setembro-outubro de 2008), quando a crise se tornou um fenômeno sistêmico, afetando a confiança global e impactando fortemente o sistema financeiro. As conseqüências de tal agravamento puderam ser sentidas em quase todos os países avançados e emergentes por meio de diversos canais de contágio. Nessa fase, o Tesouro americano em parceria com o FED institui inúmeras políticas de caráter anticíclico como a redução na taxa de juros, medidas de expansão creditícia como concessão de crédito a prazo, novas linhas de financiamento e compra de ativos “podres” no intuito de prover liquidez (FMI, 2009b).

Na América Latina, a crise resultou em uma redução dos fluxos de capitais e investimentos externos e provocou certo desequilíbrio na balança comercial resultante da contração econômica dos países desenvolvidos e a conseqüente redução das exportações (FERNÁNDEZ-ARIAS; MONTIEL, 2009). Devido à redução da atividade econômica provocada pela recessão, houve redução da arrecadação fiscal e contração do crédito aos setores produtivos e de consumo. Outro canal de transmissão da crise para os países latino-americanos foi a redução da remessa de dinheiro por parte dos imigrantes devido à menor atividade econômica nos EUA e ao aumento da taxa de desemprego dos imigrantes.

O BID destaca a quarta fase como o momento em que os mercados financeiros começaram a se estabilizar após a implementação das medidas conjuntas dos Bancos Centrais dos diversos países afetados pela crise. Essa fase ocorreu até em 2009 e foi marcada por uma extensão da crise financeira para a

economia real, afetando os índices de emprego, crescimento econômico e produtividade dos países.

Prates e Cunha (2011) avaliaram a crise pelo mesmo critério utilizado pelo BID e estendeu essa análise em mais duas fases. A quinta se estendeu de março ao final de 2009 e foi caracterizada, segundo a autora, por dois momentos: pela melhora dos mercados financeiros das economias avançadas que pode ser percebido por meio da queda do risco sistêmico medido pelos indicadores *Ted Spread* e *VIX*; pela recuperação da economia mundial sustentada, principalmente, pela recuperação dos países emergentes e pelas medidas fiscais anticíclicas implementadas pelos países avançados, restaurando assim as relações comerciais mundiais.

Dada essa melhora das condições financeiras internacionais, os países industrializados começaram a recuperar suas economias no segundo trimestre de 2009, o que possibilitou uma reversão das condições econômicas dos países emergentes, em especial dos países latino-americanos, proporcionada também pela recuperação dos preços das commodities a partir do início de 2009 com o efeito China (BID 2010). Além disso, o retorno da baixa taxa de juros permitiu uma maior disponibilidade dos fluxos de capital destinados à região latino-americana e, com isso, o retorno da especulação sobre o mercado futuro de commodities.

No final de 2009, a situação econômica mundial foi tensionada mais uma vez com a crise do euro marcada pelos déficits fiscais crescentes de Portugal, Irlanda, Espanha e Grécia que mantém uma situação de difícil sustentação da dívida, deteriorada pelos programas de recuperação da crise, evidenciando os desequilíbrios estruturais existentes nessas economias. Essa sexta fase proposta por Prates marcou o ano de 2010 em que diversas medidas de estabilização foram propostas ao longo do ano. No primeiro trimestre de 2010, a Grécia foi o primeiro país europeu a receber ajuda financeira com a implementação do Fundo de Estabilização e a compra de títulos soberanos pelo Banco Europeu como medida de reduzir a presença desses ativos nas instituições financeiras de diversas nações européias. O Mecanismo Europeu de Estabilidade atuou próximo ao mercado econômico da Irlanda e de Portugal que tiveram seus resultados ainda mais agravados e debilitados ao longo de 2010.

Com a persistência das incertezas relacionadas ao mercado financeiro global e as dificuldades para a recuperação econômica dos países desenvolvidos, o

aumento da liquidez mundial decorrente das medidas anticíclicas tem provocado maior volatilidade das taxas de câmbio, apreciação dos preços dos produtos primários e maiores expectativas de inflação.

As conseqüências da crise do subprime tem-se estendido ao longo dos anos e o cenário econômico em 2011 ainda é marcado por incertezas geradas dos altos níveis de endividamento de países europeus (Grécia, Irlanda e Portugal) e os impactos de um possível default em outros países da zona do euro, do crescimento econômico irrisório dos EUA marcado por baixo investimento privado e desemprego elevado, a volatilidade de seu mercado financeiro e o crescimento insustentável da dívida pública norte-americana. Por outro lado, a recuperação econômica dos países emergentes com o aquecimento de suas demandas e redução da capacidade ociosa tem implicou em maior pressão de controle inflacionário ao longo de 2011.

1.2 Os impactos na América Latina das políticas norte-americanas de superação da crise

Segundo a Cepal (2009), a curta duração do ponto mais crítico da crise se deve fundamentalmente à coordenação dos principais bancos centrais do mundo que estabeleceram políticas de expansão monetária e injetaram liquidez nos mercados dado que um dos canais de agravamento da crise do mercado *subprime* foi a redução da liquidez. Essa se propagou a medida que os bancos, frente ao cenário de instabilidade, passaram a reduzir as linhas de crédito e atuar mais restritamente em relação aos outros intermediários financeiros.

Assim, para manter a liquidez mundial e o funcionamento do mercado, o FED optou por manter as operações de redesconto de longo prazo por meio de novos termos de empréstimo para as instituições depositárias e em parceria com outros bancos centrais estabeleceu taxas recíprocas de swaps cambiais² (Kroszner, 2008). Nesse contexto, o FED concedeu 30 bilhões de dólares para os Bancos Centrais do Brasil, da Argentina, do México, da Coréia do Sul e de Cingapura para mitigar o

² Os acordos de swap cambial são explicados por Cordeiro (2010) como medida que permite aos países obterem acesso ao dólar no curto prazo por meio de uma *spot* na qual o FED transfere dólares a outro Banco Central em troca de moeda estrangeira ou por meio de uma *forward* que se caracteriza por uma operação à prazo que deve ser transformada em uma *spot* em um prazo pré-determinado.

alastramento das dificuldades em se obter financiamento em dólares. Esse anúncio coincidiu com a decisão do FMI em aumentar o limite de financiamento para os países emergentes (BLOOMBERG, 2008).

No primeiro semestre de 2009, o G20 decidiu aumentar os recursos do FMI que foram direcionados para a Linha de Crédito Flexível (FCL) para auxiliar os países que adotavam políticas econômicas sólidas (FMI, 2009b). O governo mexicano recebeu do Fundo uma linha de FCL de 47 bilhões de dólares e a Colômbia recebeu 10,5 bilhões de dólares (COGGIOLA, 2010). Segundo relatório do BID (2010), o FCL foi criado para ser utilizado como instrumento de prevenção de qualquer choque no Balanço de Pagamento, corrigindo os defeitos existentes no seu precursor *Contingent Credit Line* (CCL) que se caracteriza como um financiamento de processo lento e incerto e que exige condições ex-post.

Entre agosto e setembro de 2009, em concordância com a sua política de elevação da liquidez mundial, o FMI distribuiu assinaturas de Direitos Especiais de Giro (DEG) que passaram a constituir as reservas internacionais dos países beneficiários. O Peru recebeu um montante de DEG de 735 milhões de dólares (o equivalente a 74,13% de sua cota vigente no FMI) e um montante de 70 milhões de dólares referentes à uma Assinatura Especial (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

O FED, em conjunto com o governo norte-americano, procurou estabelecer algumas políticas de expansão de liquidez. O FED procurou ampliar as garantias e aumentar o número de instituições com acesso às suas janelas de desconto, para manter a estabilidade do sistema financeiro. Já o governo optou por congelar as taxas de juros aplicadas nas hipotecas de alto risco, reduzindo as tensões relativas a esses ativos. O Federal Reserve também criou janelas de desconto efetivo para os agentes primários como meio de reduzir os impactos da restrição monetária. Além disso, os bancos centrais procuraram implementar medidas conjuntas de provimento de liquidez, como a ação do FED de abrir linhas de câmbio (swap) para os bancos europeus com o objetivo de injetar liquidez em dólar nas economias européias.

Percebe-se que como medida para reduzir os impactos da crise, os governos dos países avançados, alinhados com as políticas de expansão de liquidez do FMI, procuraram monetizar suas economias com o intuito de sustentar a atividade econômica e os balanços dos bancos e instituições privadas. No entanto, utilizou-se

a dívida pública como instrumento para gerar liquidez deteriorando, ainda mais, as contas públicas desses países.

Esses impactos nas contas públicas influenciam diretamente a aplicação da política fiscal, já que para ser eficaz ela depende de alguns fatores como espaço para aplicação dos estabilizadores automáticos e consistência das contas públicas. Assim, as vulnerabilidades econômicas, os altos níveis de dívida interna e externa e os déficits fiscais constantes tendem a inibir o estímulo fiscal e restringir as opções de política de expansão fiscal. Nos EUA, esses estabilizadores automáticos são mais restritos dado o tamanho reduzido do governo e o limitado gasto líquido em proteção social. Na Europa, esses estabilizadores são mais extensos, podendo ser utilizados quando o déficit fiscal se encontra controlado. Na Alemanha, por exemplo, a reforma tributária tem gerado uma maior amplitude de atuação do governo frente aos momentos de crise. Mas em países como a França e Itália, esses estabilizadores se mantiveram mais restritos devido ao nível da dívida pública dessas nações.

Os programas de estímulo fiscal adotados pelo governo norte-americano durante a crise tiveram o intuito de aquecer a demanda ainda pouco ativa, por meio da redução dos gastos com impostos (redução tributária) da população com baixo/médio poder aquisitivo, aumentando, assim, o seu poder de compra e concedendo incentivos para os investimentos privados. Essa foi uma medida que buscou mitigar os efeitos da crise imobiliária na demanda interna do país, já que os EUA possuem uma política de trabalho flexível e um setor de construção civil intensivo em mão de obra, o que com a redução dos investimentos em construção civil decorrentes do estouro da bolha do setor imobiliário, provocou um aumento do desemprego e, conseqüentemente, uma redução da demanda interna.

Essas medidas fiscais de caráter anticíclico tiveram uma importância muito grande durante os primeiros anos da crise, dado que a taxa de juros nominal norte-americana se manteve muito baixa (como será demonstrado a seguir), o que reduziu o espaço para aplicação de políticas monetárias expansionistas. Apesar do curto espaço para aplicação dessas medidas, as políticas fiscais tem um importante papel na recuperação econômica norte-americana, mitigando os efeitos sobre o desemprego e a renda da população. Esses impactos econômicos sobre a população tem se mantido, gerando inúmeras manifestações internas e provocando novas discussões sobre o papel do Estado na economia.

Ainda em relação ao posicionamento do governo dos EUA, outra medida adotada na economia norte-americana para o enfrentamento do colapso financeiro e econômico se refere à atuação ativa nos mercados cambiais. Em 2007, o mercado cambial foi impactado pela depreciação do dólar decorrente da redução do investimento externo em títulos norte-americanos (resultado da redução da confiança dos investidores na economia norte-americana e da rentabilidade desses ativos), das incertezas quanto à recuperação econômica e às baixas taxas de juros praticadas pelo FED. Essa desvalorização tem impactado outras economias pelas oscilações de suas moedas, como é o caso da Europa, que viu o seu moeda atingir altos níveis de valorização no início da crise.

O movimento de depreciação real do dólar (25%) desde 2002 foi acompanhado por um déficit em conta corrente de 5% do PIB que vem se mantendo devido à uma conjunção de fatores econômicos. Primeiramente, a ascensão econômica dos países emergentes e sua maior participação no comércio mundial tem provocado um aumento das exportações de seus produtos para os EUA, por terem preços mais baixos devido a custos de produção mais reduzidos. Além disso, o aumento crescente do preço do petróleo deteriorou o saldo da conta corrente dos países importadores dessa commodity, como os EUA. Esses déficits em conta corrente foram financiados, ao longo dos anos, pela entrada de capital por meio de instrumentos de renda fixa e atuação dos investidores privados na compra de bonos emitidos por empresas e sociedades estatais (ou com participação do governo) e do Tesouro norte-americano que, ao longo dos anos 2000, apresentaram liquidez e rentabilidade.

Mas, dado as pressões inflacionárias geradas pela depreciação da moeda americana e a redução dos rendimentos dos ativos em dólar, os investidores foram induzidos a procurar ativos reais, como os produtos básicos, que passaram a ser mais seguros e mais atraentes no mercado financeiro, protegendo-os das oscilações inflacionárias. Isso ocorre já que as políticas monetárias menos restritivas costumam ser adotadas em cenários onde o dólar encontra-se depreciado, esse aumento da liquidez e redução da taxa de juros tende a incentivar a demanda por commodities, aumentando, assim, os seus preços no mercado real e o preço dos seus ativos no mercado financeiro.

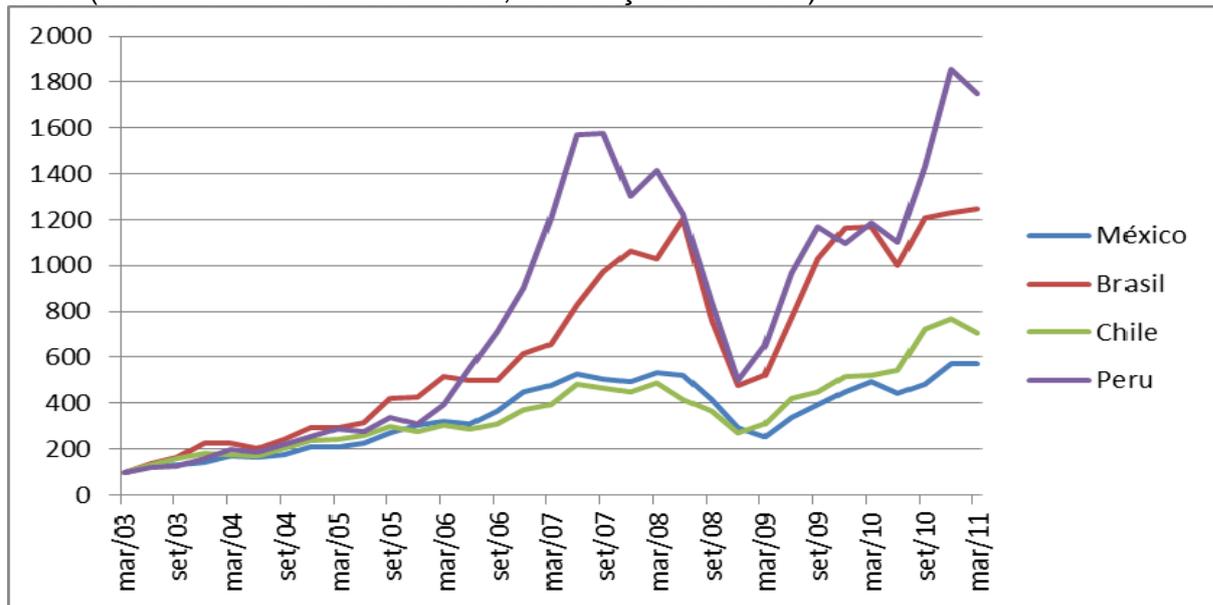
Assim, é possível perceber que as tendências financeiras que contribuíram para o aumento do preço das commodities no cenário mundial (situação que será

tratada posteriormente) foram direcionadas pelo comportamento do dólar frente às outras moedas, uma vez que a desvalorização do dólar incentivou o aumento dos preços dos produtos básicos dado o incremento do poder aquisitivo dos consumidores. Além disso, elevou os custos dos insumos precificados em outras moedas e estimulou a demanda por petróleo e por outros produtos básicos como uma forma dos investidores se protegerem frente ao cenário de inflação e instabilidade cambial.

Em 2010, dando prosseguimento à sua política cambial, o FED passou a atuar com instrumentos de expansão de liquidez, depreciando, ainda mais, o dólar frente as moedas dos outros países. Essa medida implicou em um aumento da especulação das commodities no mercado futuro (com aumento significativo dos preços das commodities) e estimulou a entrada de fluxos de capitais nas economias emergentes.

O Brasil, Chile, México, Peru e, em certa medida, a Colômbia passaram a concentrar a maior parte desses recursos financeiros (CEPAL, 2010). Isso se deve, entre outros fatores, ao diferencial das taxas de juros desses países e os juros aplicados externamente (taxas extremamente baixas dos países avançados, em especial, EUA). Além disso, o risco dos ativos dos países emergentes tem-se demonstrado baixo o que aumenta, ainda mais, o *gap* de rentabilidade existente entre esses ativos e os ativos dos países europeus e dos EUA. O comportamento da bolsa de valores desses países em 2003-2010 e o mercado de título públicos durante a crise, como podem ser vistos nos gráficos abaixo, tem atraído os investidores externos, intensificando a entrada dos fluxos de capitais nessas economias.

Gráfico 1 – Índice da Bolsa de Valores nos países selecionados no período de 2003-2010 (Índices nacionais trimestrais, 31 março 2003=100)



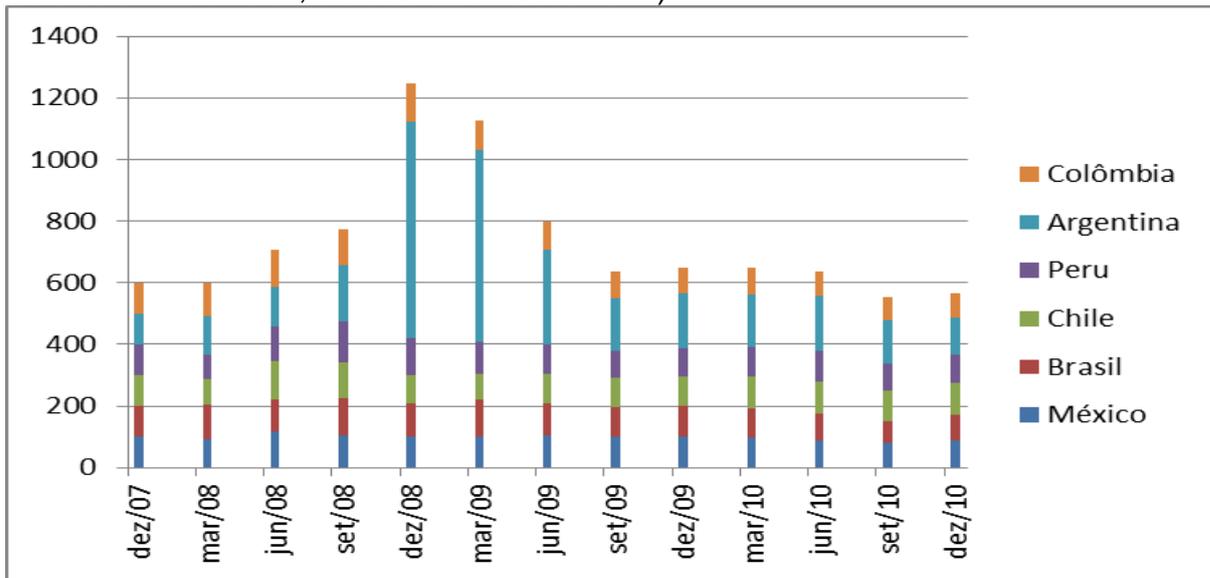
Fonte: Bloomberg

Esse desenvolvimento do mercado financeiro na América Latina durante os anos 2000 pode ser visto no gráfico acima que demonstra a evolução do índice da bolsa de valores de cada país³. É possível afirmar que houve um aumento no índice da bolsa de valores entre os anos 2003-2011, em especial durante o ano de 2007 e o primeiro semestre de 2008. Mesmo havendo queda do índice no final do ano de 2008 e início de 2009 quando a crise transbordou para a América Latina, os valores já foram recuperados no final do ano de 2009 para todos os países selecionados.

O mercado de títulos públicos, por sua vez, se manteve pouco volátil e recuperou-se rapidamente dos níveis de preços mantidos no período anterior à crise. A Argentina foi o país que manteve o comportamento mais atípico dado a valorização intensa de seus títulos públicos em dezembro/2008 à março/2009 (esses níveis de preços não foram atingidos novamente).

³ Os índices da Bolsa de Valores são compostos por ações de vários setores da economia o que nos permite verificar as expectativas e o desenvolvimento dos mercados frente à momentos de stress. O Chile- 65, índice do mercado de ações, é composto de 65 ações mais representativas do mercado de valores contábeis chileno e por aproximadamente 70% da capitalização total do mercado de ações Chileam. O índice é ajustado pelo free float. É um índice de retorno total projetado para medir a evolução da riqueza de um investidor passivo no mercado acionário chileno. Já o índice IPC mexicano (Índice de Precios y Cotizaciones) é um índice ponderado de capitalização das ações líderes negociadas na Bolsa Mexicana de Valores. O índice foi desenvolvido com um nível básico de 0,78 a partir de 30 de outubro de 1978.

Gráfico 2 – O desenvolvimento do mercado de títulos públicos 2007-2010 (Índices nacionais trimestrais, 31 dezembro 2007=100)

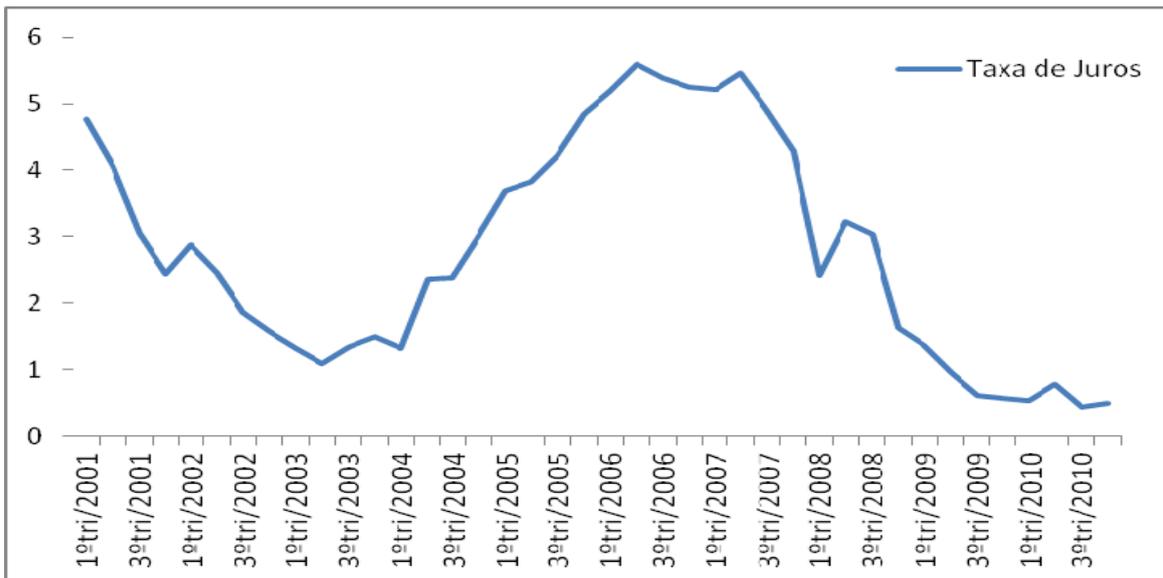


Fonte: Bloomberg

Além dos títulos públicos, a baixa taxa de juros real de curto prazo influenciou o comportamento dos preços das commodities, já que além de incentivar o mercado monetário a utilizar de ativos relacionados aos produtos básicos, provocou redução de custos para manutenção dos estoques. Assim, os investidores, não só durante a crise como durante os anos 2000, recorreram aos produtos básicos como meio de diversificar suas carteiras de investimento uma vez que os rendimentos desses produtos tendem a proteger (hedge) das variações dos rendimentos de outros ativos, ações e participações de capital (situação que será explorada posteriormente).

É importante ressaltar que a redução da taxa de juros da *fed funds* a um valor próximo de zero caracteriza-se como um diferencial da crise de 2007-2008 em relação às crises da década de 90 quando o FED aumentava a taxa de juros no intuito de reduzir os gastos e, com isso, atraía os fluxos de capitais provocando fuga dos mesmos nos países emergentes. Manter a taxa de juros baixa como medida de recuperação da atividade econômica norte-americana resultou em uma maior estabilidade nos países latino-americanos em relação aos fluxos de capitais, uma vez que, como foi mencionado, as taxas mais altas dos países emergentes somadas ao ambiente favorável de suas economias propiciou um ambiente de liquidez externa mesmo durante os períodos mais críticos da crise e esses fluxos de capital externo mitigaram os déficits em transação corrente de alguns desses países analisados nesse trabalho.

Gráfico 3 – Variação do Federal Funds nos EUA (2002-2010)

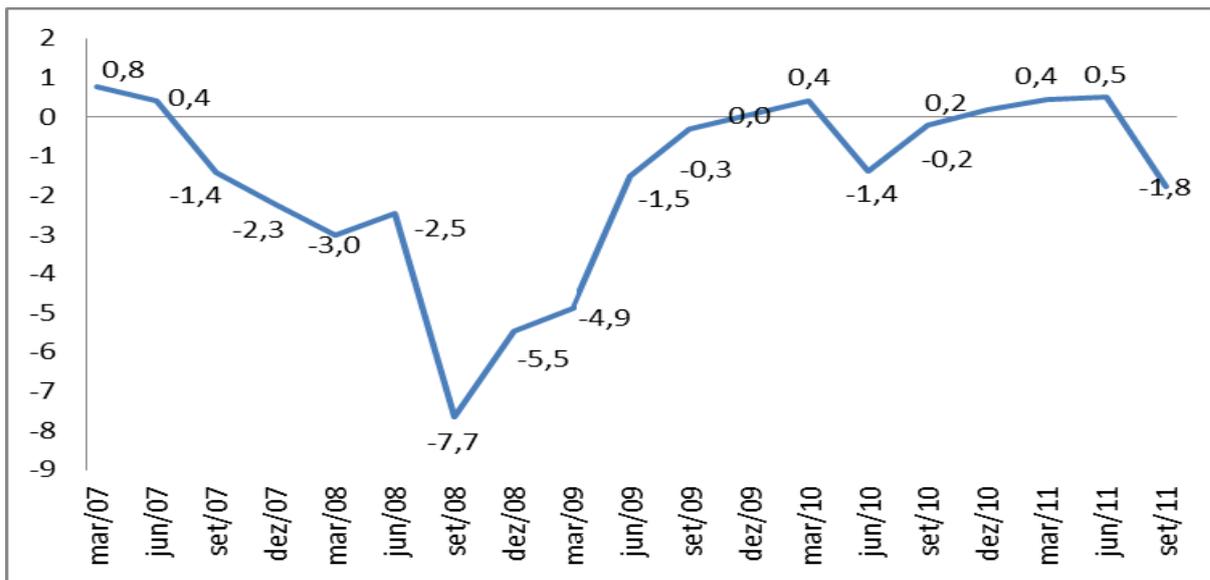


Fonte: Board of Governors of the FED, disponível em:

<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>

O crescimento da economia norte-americana ainda é incerto dado as divergências de recuperação dos diferentes setores da economia. O mercado financeiro, por exemplo, foi o primeiro a recuperar-se impulsionado pela liquidez internacional mundial a partir do segundo trimestre de 2009. As bolsas refletiram a melhora do mercado de ações e títulos, passando a registrar altas significativas que foram acompanhadas pelo mercado de renda fixa. Os títulos corporativos das economias desenvolvidas e os títulos soberanos das economias emergentes refletiram essa evolução o que possibilitou uma redução dos spreads creditícios, gerando uma pressão para apreciar a maioria das moedas (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

Gráfico 4 – Índice das condições financeiras dos EUA 2007-2011 (dados trimestrais)



Fonte: Bloomberg

A recuperação do mercado financeiro veio acompanhada de preocupações com a regulação do sistema financeiro que passou a ser realizada pela *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Essa lei busca reduzir a probabilidade de ocorrência de novas crises financeiras devido ao excesso de liquidez de ativos de grandes riscos. Ela visa criar um conselho de estabilidade financeira, estabelecer um procedimento para atuar em momentos de crises de entidades sistêmicas e proteger o consumidor de serviços financeiros por meio de entidades de proteção. Essa reforma ainda se mantém superficial e não tem gerado medidas que possam realmente reduzir ou mesmo inibir a proliferação de ativos de altos riscos sem respaldo financeiro. Isso ocorre já que os bancos que se transformaram, após a concentração financeira na crise, em grupos financeiros continuam a operar em ativos de alto risco como as carteiras de risco do sistema privado e os títulos da dívida pública.

Em suma, o que se percebe hoje é que, apesar dos robustos estímulos aplicados na economia interna, a atividade econômica, o emprego e a demanda nos EUA ainda apresentam sinais instáveis de recuperação. Além disso, o espaço fiscal para aplicação de medidas anticíclicas é bastante reduzido quando comparado aos países emergentes. A Europa, por sua vez, tem enfrentado, cada vez mais, problemas para aplicação de medidas de recuperação do sistema financeiro devido à complicada posição fiscal de alguns países e seus problemas estruturais. Esse

fenômeno de difícil recuperação dos países avançados tende a se prolongar dado os altos níveis de endividamento do setor público e privado que dificultam a recuperação da demanda interna (CEPAL, 2010) o que implica em maiores incertezas em relação ao crescimento econômico de todos os países que diretamente ou indiretamente tem sido afetados com as oscilações econômicas dos países avançados.

1.3 A influência da China e o mercado futuro na alta dos preços das commodities

Segundo a Cepal (2011), a recuperação econômica pós crise se deu, primeiramente, na China o que rapidamente foi passado para os países da Ásia-Pacífico e repercutiu nos países emergentes, entre eles os países latino-americanos. Nesses, após a implementação de políticas de cunho monetário e fiscal, a economia passou a ser impulsionada pela recuperação do consumo interno e do investimento, concomitante ao impulso exportador favorecido pela recuperação dos preços dos produtos básicos. Essa recuperação é consequência do crescimento da demanda efetiva dos países emergentes e, também, da demanda especulativa potencializada pela situação dos países industrializados que geram baixas taxas de retorno ao capital especulativo.

Assim, o comércio internacional, que foi uns dos canais de transmissão da crise, passou a representar um dos estimuladores da recuperação econômica dos países da América Latina a partir do segundo trimestre de 2010. As exportações direcionadas à China e aos países asiáticos tem-se recuperado mais rapidamente do que as exportações direcionadas aos EUA e aos países europeus.

A influência chinesa na economia mundial não se fez presente somente na recuperação da crise. As relações comerciais globais têm sido, nos últimos anos, intensamente afetadas pela expansão econômica chinesa. A política de abertura comercial e a intensificação do comércio exterior permitiram a China aumentar sete vezes nos últimos 30 anos a sua participação no comércio mundial (LEHMANN, 2010).

A presença da China na economia latino-americana gera inúmeras análises controversas em relação aos benefícios ou malefícios causados por esse país na região. Diversos autores acreditam que as exportações crescentes chinesas têm

provocado um aumento da competição no cenário internacional de produtos manufaturados, prejudicando países como o México e o Mercado Comum Centro-Americano que dependem das exportações de produtos têxteis, vestuário e eletrônicos. Essa competição não se restringe aos produtos intensivos em mão-de-obra, mas também em produtos tecnológicos. Para outros autores, a China tem exercido um papel importante como consumidora de produtos primários provenientes dos países latino-americanos o que tem como consequência o aumento de suas exportações e o consequente superávit da balança comercial. Segundo Veiga e Rios (2010), as exportações de commodities para a China representaram 72% dos fluxos bilaterais da América Latina em 2008, número considerável quando comparado aos 58% em 2000 e 35% em 1995.

Esse debate em relação ao papel dúbio que a China pode exercer nos países latino-americanos não será exposto nesse trabalho que apenas verificará a influência chinesa em relação às exportações de commodities (quantum e valor agregado) no intuito de verificar de que forma a influência chinesa contribui para o boom dos preços das commodities ao longo dos anos 2000 e como influenciou a recuperação dos países latino-americanos em 2008-2009. Muitos autores, como Lehmann (2010), acreditam que a pujança chinesa permitiu a rápida recuperação econômica dos países latino-americanos frente à desaceleração econômica mundial, mantendo a demanda por produtos primários que constituem a pauta exportadora desses países.

O período de 2002-2007 foi marcado por uma ascensão econômica mundial que, segundo Prates e Cunha (2009), decorreu de uma conjunção de fatores como 1) o crescimento elevado da economia mundial acompanhado de uma inflação controlada, 2) a recuperação econômica de países da América Latina, África e Leste Europeu que tiveram uma participação ínfima no PIB mundial nas décadas de 80 e 90, e 3) maior controle das contas públicas e externas dos países emergentes.

Esse ciclo de expansão foi marcado pela forte interação econômica entre os EUA e a China como consumidor e produtor mundial, respectivamente. Diante da insossa economia européia, o crescimento americano e a manutenção do dólar como moeda forte estiveram atrelados à relação entre os EUA e a China, na qual o primeiro se caracterizou como grande devedor e o segundo o seu principal credor (CIOCCA, 2009). O déficit comercial assim gerado teve origem, não só na transferência de parte da indústria manufatureira para a China como a concentração

em um número mínimo de setores tecnológicos o que faz o país perder competitividade frente a países como a Alemanha e o Japão (CHESNAIS, 2008).

Os países emergentes, em especial a América Latina, foram favorecidos por esse ciclo de crescimento econômico devido ao aumento do preço das commodities intensificado pela especulação resultante do ambiente de excessiva liquidez e falta de regulação. Além disso, o aumento do preço das commodities foi acompanhado pela estabilidade nos preços dos produtos manufaturados o que permitiu um choque favorável nos termos de troca (PRATES; CINTRA, 2009).

O ciclo de elevação dos preços das commodities se deu ao longo dos anos 2000, especificamente a partir de 2002 quando os preços dos bens primários começaram a se elevar, mas sem que isso fosse visto como uma curva constante de ascensão dos preços. Em 2003, os preços começaram a demonstrar uma tendência de alta o que persistiu ao longo de 2004 mesmo havendo algumas variações nos preços decorrentes das mudanças no plantio. Ao longo de 2005-2006, as cotações das commodities foram impactadas pelo aumento dos preços dos produtos metálicos, mantendo consistência dessa alta ao longo da década (PRATES, 2007).

É importante ter em mente que a elevação dos preços das commodities foi impactada, além do crescimento elevado da demanda (principalmente dos países emergentes), pelos mercados futuros de commodities que se expandiram consideravelmente ao longo desses anos. O que se percebeu ao longo desses anos foi uma convergência dos preços no mercado futuro e à vista, impactando, assim, a evolução dos preços de diversas commodities como metais não-preciosos, matérias-primas destinadas à indústria, matéria-prima agrícola e alimentos (segundo os relatórios do FMI, esse impacto de valorização do índice de preços foi mais acentuado nas commodities metálicas que assumiram, ao longo dos anos 2000, a maior valorização).

Assim, além do fator China que tem impulsionado fortemente a demanda por produtos primários, as condições macroeconômicas de extensa liquidez internacional ao longo do ano 2000 permitiu um constante crescimento dos preços das commodities. É possível, então, estabelecer uma relação do preço das commodities em alta com períodos de expansão econômica, já que esses bens são insumos da produção industrial com oferta rígida no curto-prazo, além de serem vistos como ativos de reserva de valor.

Segundo Prates (2007), os investidores passaram a adquirir commodities no mercado futuro como uma alternativa de valor frente à depreciação do dólar (os períodos de desvalorização do dólar tendem a ser acompanhados por períodos de alta das cotações das commodities). A alta liquidez internacional permitiu a expansão das aplicações especulativas nos fundos de commodities por fundos de hedge o que fomentou a bolha especulativa de preços das commodities. Assim, a especulação no mercado futuro provocou aumento dos preços dos bens primários no mercado à vista que confirmava a expectativa do mercado futuro, alimentando, ainda mais, as altas de preços.

Como mencionado anteriormente, o forte crescimento chinês tem impulsionado a comercialização das commodities no mercado internacional. Isso ocorre de duas formas: o primeiro impacto é sobre a demanda por produtos metálicos e matéria-prima industrial que alimentam os setores automotivos, metalúrgicos e de construção civil; além disso, o crescimento populacional tem impactado na demanda por alimentos. Em 2003, segundo Prates (2007), esse impacto chinês na demanda mundial foi de 26,5% da demanda por aço, 19,8% da demanda por cobre e 19% da demanda por alumínio.

O processo intenso de industrialização e urbanização da China em um momento marcado pela entrada desse país na OMC (o que implica em uma maior liberalização do comércio por meio da redução das barreiras comerciais) provocou uma grande expansão das relações comerciais com a América Latina que se estabeleceu como importante exportador de commodities no mundo.

Esse aumento do preço das commodities, acrescido do aumento do quantum transacionado, permitiu um aumento do valor das exportações mundiais com destaque para os melhores preços das commodities metálicas, energéticas e alimentícias. Tal situação refletiu na balança comercial dos países latino-americanos que passou a auferir valores positivos (PRATES; CINTRA, 2009). Esse ganho de valor foi ainda maior para os Metais, Petróleo e Energéticos que obtiveram uma variação de preços de 257%, 226% e 206% no intervalo de 2001 à 2010, respectivamente.

Tabela 1 – Índice de Preço das Commodities 2000-2010 em U\$ (2001=100)

Ano	Total de Commodities Primária	Não-Combustível	Comestível	Alimentício	Bebidas	Matéria-prima para a Indústria	Material Agrícola	Metais	Energéticos	Petróleo
2001	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2002	100	102	105	103	124	112	86	145	170	179
2003	111	108	111	109	129	132	76	202	251	262
2004	135	123	124	122	128	145	64	242	305	318
2005	160	129	125	121	146	157	65	264	343	360
2006	180	152	135	131	155	165	73	273	351	368
2007	192	166	150	146	168	156	87	252	355	370
2008	220	174	173	169	192	154	120	235	370	384
2009	190	158	160	155	193	160	156	226	353	369
2010*	216	184	172	169	207	209	243	256	404	421
Var 2010/2001	116%	84%	72%	69%	107%	109%	143%	156%	304%	321%

* Dados provisórios

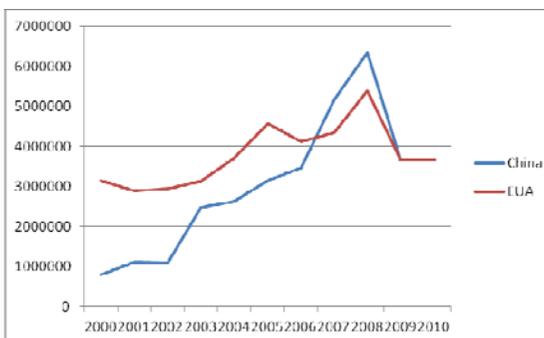
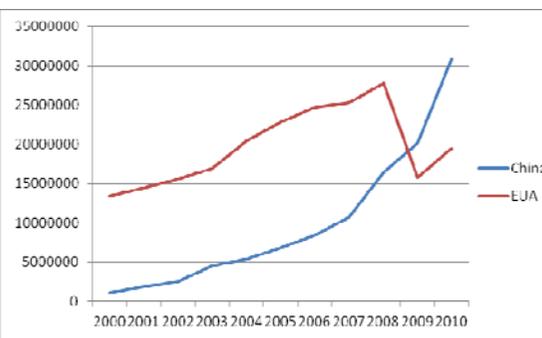
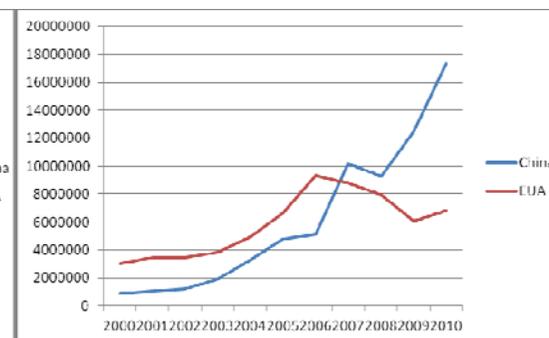
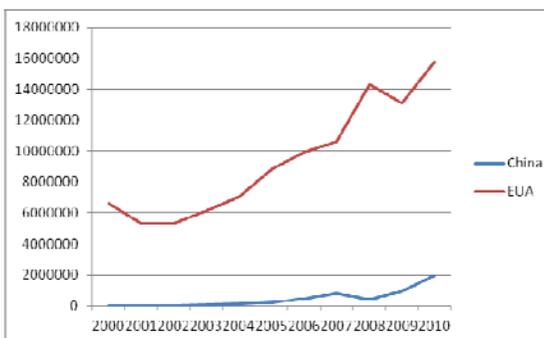
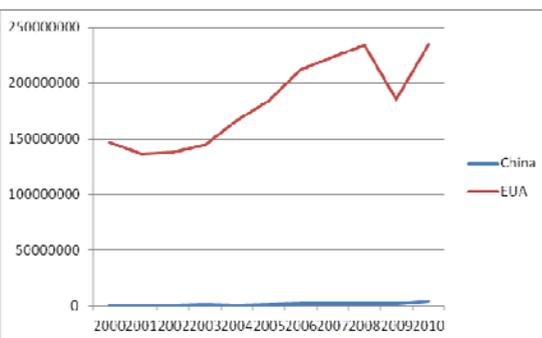
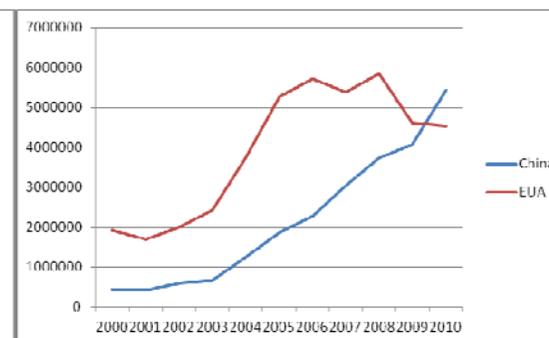
Fonte: FMI 2010

Além do ciclo de expansão econômica, a crescente participação da China na região tem intensificado as vantagens comparativas dos países latino-americanos no cenário comercial mundial, mantendo-se cada vez mais como uma região exportadora de produtos naturais. A intensificação do comércio bilateral ocorreu após a década de 90, refletindo, como afirma Holland (2010), em aumento das exportações dos países da América Latina para a China em detrimento das exportações para os EUA e para a estagnada União Européia. O que se percebe é uma transição dos principais parceiros comerciais com a América Latina ao longo dos anos: até a década de 80, os EUA se mantinham como principal parceiro comercial dos países dessa região; essa relação foi amenizada na década de 90 com a entrada maciça de recursos provenientes dos países europeus; e, nos anos 2000 essa situação está mudando ainda mais com a participação crescente da China e de outros países asiáticos nas relações comerciais com a América Latina.

Essas relações estabelecidas ao longo dos anos 2000 não são homogêneas e nem ocorreram com a mesma intensidade entre os países analisados. É perceptível que na Argentina, Brasil, Chile e Peru houve uma intensificação das exportações destinadas à China que ocorreu de forma mais acentuada do que os fluxos de exportação para os EUA, quando comparado ao mesmo período de análise. As exportações cresceram aceleradamente nesses países impulsionadas pelo aumento do volume (quantum) e do valor de troca das commodities e pela ampliação dos acordos transpacíficos (principalmente no Peru e no Chile).

Diferentemente do que ocorreu com esses países, a influência chinesa, apesar de crescente, não tem impacto tão relevante na Colômbia e no México, os quais destinam 3% ou menos de suas exportações para esse mercado, enquanto os EUA ainda se firma como principal mercado consumidor desses países (o México em 2010 foi responsável por dois terços das exportações da América Latina para os EUA e mais da metade das importações norte-americanas). No México a participação das exportações para a China em relação às exportações para os EUA ($\text{exp Chin} / \text{exp EUA}$) cresce de 0,2% (2000) para 1,8% (2010). Já na Colômbia essa relação vai de 0,4% (2000) para 12,5% (2010).

Gráfico 5 – Evolução por país do comércio bilateral com China e EUA: 2000-2010 (U\$)

Argentina**Brasil****Chile****Colômbia****México****Peru**

Fonte: COMTRADE - 2011(www.comtrade.un.org)

O comércio internacional foi uma importante via para recuperação econômica dos países, sendo a demanda dos países emergentes o principal canal para a retomada da confiança comercial. A intensificação da comercialização de commodities na pauta exportadora dos países latino-americanos acompanhada pela maior atuação da China⁴ como parceiro comercial permitiu durante a crise uma recuperação mais acelerada desses países, já que mesmo durante a crise o governo chinês atuou ativamente para manter o crescimento econômico do país por meio de políticas anticíclicas como a aplicação de um pacote de gasto fiscal no montante de 16% do PIB chinês. O governo chinês utilizou o seu enorme espaço fiscal para adotar políticas públicas que incluíam, além do aumento do gasto fiscal já mencionado, o aumento dos gastos em infra-estrutura, redução dos impostos e a implementação de um novo sistema de seguridade fiscal (CEPAL, 2009b).

Entre as medidas adotadas pela China, o pacote de estímulo à reativação econômica interna direcionou a produção para mercados não tradicionais como Brasil, México e Argentina (SANTOS, 2010). Para recuperar a economia, o governo chinês optou por medidas de expansão monetária com a implementação de um pacote de 450 bilhões de euros (4 trilhões de yuans), medidas de aquecimento do mercado interno direcionado aos setores de automóveis e bens duráveis, implementou projetos de infraestrutura direcionados a geração de energia elétrica, siderurgia e cimento. Essa recuperação do crescimento chinês no segundo trimestre de 2009 acompanhada pela recuperação dos países emergentes asiáticos importadores de commodities propiciou a elevação dos preços das commodities em mais de 40% no final de 2009 (FMI, 2010).

Entretanto, a China vem enfrentando sérias dificuldades de controle inflacionário resultante, também, do aumento excessivo dos preços das commodities no cenário mundial. Segundo Xiaolian (2009), o movimento dos

⁴ É importante destacar que além dos EUA e China, o comércio intrarregional na América Latina tem destaque nas relações comerciais desses países, correspondendo em 2008-2009, segundo a Cepal (2011) a 10 vezes o número de exportações destinadas à China. Entretanto, o impacto da crise em 2009 nas relações intrarregionais foi similar ao ocorrido com os EUA (comércio intrarregional reduziu 28% e com os EUA houve queda de 26%), enquanto as exportações destinadas à Ásia sofreram quedas mais amenas (5%) e para a China esses valores cresceram em 8%.

fluxos de capitais ainda é muito incerto diante uma economia marcada pelas baixas taxas de juros norte-americanas, pela desvalorização do dólar e os colapsos financeiros. A preocupação em relação às incertezas do mercado e às pressões inflacionárias de custos fez com que o Banco Popular da China (BPC) assumisse uma série de medidas macroeconômicas como 1) elevação dos encaixes bancários para reduzir a liquidez; 2) emissão de letras do Banco Central e operações de retenção creditícia; 3) fortalecimento e maior flexibilidade do Yuan (RMB); 4) reforma das instituições financeiras (XIAOLIAN, 2009), assunto de grande relevância mas que não será aprofundado nesse trabalho.

CAPÍTULO 2

Panorama econômico dos países latino-americanos da bonança à crise do *subprime* – Uma análise de 1995 à 2010

Quando se analisa o histórico econômico dos países latino-americanos, percebe-se uma forte correlação entre os ciclos econômicos da América Latina e a conjuntura externa. Segundo alguns estudos divulgados pelo FMI (2008), o comportamento da economia dos países latino-americanos esteve diretamente relacionado com a atividade econômica mundial, com os resultados da economia norte-americana, com o preço dos produtos básicos e com a situação dos mercados financeiros externos. Os ambientes de prostração econômica geralmente ocorreram após momentos de expansão da liquidez mundial e grande crescimento econômico que impactavam as economias emergentes por meio da entrada expressiva dos fluxos de capitais externos, da valorização das moedas nacionais, da valorização dos ativos financeiros e, por outro lado, da deterioração dos saldos em conta corrente. A interrupção do crescimento, por sua vez, vinha acompanhada de fuga desse capital externo, o que, somado aos fatores internos de problemas estruturais das contas financeiras, geravam contrações fortes das economias e intensificavam a deterioração de suas contas internas (aumento da dívida pública, descontrole cambial, redução das reservas internacionais e déficit da conta corrente).

Segundo Batista Junior (2002), os países latino-americanos, em décadas anteriores aos anos 2000, eram extremamente vulneráveis aos colapsos externos; isso decorria, entre outros fatores, do elevado déficit em conta corrente, da excessiva abertura e volatilidade da conta de capital e da insuficiência de reservas internacionais. Tais fatores influenciam o espaço para aplicação de política fiscal, política monetária e a manutenção da taxa câmbio⁵ em um patamar favorável economicamente.

A América Latina passou a controlar os fatores de vulnerabilidade através da acumulação de reservas, da redução dos níveis de endividamento e

⁵ A política de câmbio flexível reduziu os níveis de dolarização e tornou os mercados latino-americanos mais atraentes ao capital externo durante o período de 2002-2007. Esses câmbios flexíveis funcionaram como amortecedores da crise de 2008, depreciando após a quebra do Lehman Brothers sem desestabilizar os balanços financeiros internos (FMI, 2009).

da redução da dolarização dos passivos de suas contas externas. A redução da vulnerabilidade externa consiste em reduzir os desequilíbrios do balanço de pagamentos em conta corrente. Assim, as economias emergentes que sofreram maiores impactos com a instabilidade financeira externa foram aquelas que apresentaram, no período pré-crise, níveis mais elevados de déficit na conta corrente e forte dependência de financiamento externo, como alguns países da Europa emergente (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

No início da crise do *subprime* em 2007, os países avançados foram fortemente impactados pelos desequilíbrios econômicos dos EUA. Esse ambiente de incertezas só passou a atingir os países latino-americanos com a quebra do Lehman Brothers no segundo semestre de 2008. Até esse episódio, a América Latina se destacava por manter uma economia exportadora de matérias-primas ativas e, também, pela consolidação de sua posição fiscal, o que reduzia, cada vez mais, a brecha existente entre o nível de renda *per capita* desses países quando comparado aos países industrializados. Dado esse cenário, a pergunta que surgiu no início da crise foi se havia um desacoplamento dos países emergentes em relação às economias desenvolvidas e quais as razões para esse acontecimento. Inicialmente, a instabilidade macroeconômica mundial demorou a atingir os países emergentes devido ao crescimento econômico destes, fator decorrente da maior integração entre essas economias, o que alimentou e aqueceu ainda mais a demanda por recursos naturais utilizados na produção e consumo. Além disso, a estabilidade se mantinha devido ao maior controle das contas fiscais desses países que possuíam uma menor dependência das economias avançadas quando comparado a episódios anteriores de instabilidade econômica mundial.

Essa recente capacidade de resistência dos países emergentes tem sido fruto de uma política de regulação com objetivo de fortalecer os balanços e reduzir os riscos sistêmicos. Segundo Checki (2008), na década de 90, os países emergentes dependiam dos fluxos de capitais para administrar suas dívidas e financiar seus déficits em conta-corrente, o que se tornava mais complicado quando analisamos os níveis de reservas insuficientes, utilizadas somente para cobrir os serviços da dívida. Hoje, dada a mudança de perfil da dívida, os seus serviços implicam uma menor necessidade de reservas

internacionais que, por sua vez, tem aumentado o seu volume em razão de algumas mudanças de comportamento desses países e do cenário econômico mundial.

A primeira mudança importante estabelecida por esses países foi em relação à regulação do mercado financeiro e de sua política monetária. O objetivo da regulação é reduzir ou evitar os riscos de uma crise financeira e seus impactos na economia de um país por meio de uma política monetária eficiente, que permite reduzir as tendências pró-cíclicas e fortalecer o instrumento da taxa de juros no controle monetário (ROJAS, 2010). Essa regulação se fez necessária após diversos momentos de instabilidade financeira ao longo dos anos 90, que impactaram intensamente as economias dos países emergentes.

O aumento da arrecadação pública e o manejo responsável dos gastos decorreram de um aumento da liquidez dos países latino-americanos; essa liquidez é constituída pelo montante das reservas internacionais, da necessidade de financiamento do setor público (NFSP) e pelo perfil de amortização da dívida (BID, 2010). Nesse sentido, é importante destacar que após os anos de crise da década de 90 (1998 a 2002), a relação dívida pública/PIB da região aumentou e, então, os países passaram a priorizar o superávit fiscal e de conta corrente, o que possibilitou a redução dos níveis de endividamento público. Além disso, houve melhoras nos prazos e nos valores das taxas de juros, o que implica uma redução da necessidade de financiamento externo para rolagem da dívida nos países estudados e melhores condições de financiamento público.

Com relação à dívida externa, é possível afirmar que os países latino-americanos se tornaram menos dependentes desse canal de financiamento, reduzindo em média 50% do montante da dívida externa. Essa redução foi o principal canal para estabilização das contas externas desses países e, principalmente, do impacto da dívida pública sobre a economia interna. Como será demonstrado posteriormente, a melhora das contas públicas permitiu que os países latino-americanos assumissem uma estratégia de expansão fiscal, fosse por meio de redução tributária ou por meio do aumento dos gastos públicos, alimentando, assim, a demanda interna em um momento de instabilidade externa.

Em relação à abertura da conta de capital, Ocampo (2008) afirma que o melhor instrumento de regulação macroeconômica é a adoção de políticas anticíclicas que são acompanhadas pelo acúmulo de reservas internacionais ou uma redução da dívida externa do setor público. É necessário estabilizar os dois pilares econômicos que envolvem 1) a redução da inflação mais geração de superávit fiscal (ou redução do déficit fiscal) atrelados 2) ao controle dos desequilíbrios macroeconômicos financeiros por meio da manutenção da demanda agregada e o alinhamento das taxas de juros e câmbio. Essas políticas passaram a ser adotadas pelos países latino-americanos, após os sucessivos choques na conta de capitais sofridos por eles na década de 90. Assim, eles passaram a atuar de maneira a reduzir a volatilidade dos custos de capital, ainda que a tendência no longo prazo seja de liberalização.

Durante um longo período, circularam, em abundância, ativos em dólares, que tinham como contraparte os déficits crescentes dos EUA. Tal fase expansiva foi substituída por uma política mais contracionista que buscava recuperar a confiança no dólar como moeda de reserva. A instabilidade financeira e a ausência de uma segurança frente à volatilidade dos fluxos de capitais resultaram em uma política de acumulação de reservas internacionais, adoção de regulações na conta de capital e administração dos passivos externos pelos países em desenvolvimento (OCAMPO, 2008). Em especial, os países latino-americanos procuraram assumir uma política de redução do déficit fiscal alinhado a uma estratégia de controle da conta de capitais, acúmulo de reservas internacionais e controle da taxa de câmbio. Para isso, muitos deles precisaram reestruturar seus mercados intensamente atrelados ao dólar ou ao mercado externo, com a finalidade de minorar os desequilíbrios estruturais e os impactos da volatilidade da economia externa.

As políticas macroeconômicas estabelecidas ao longo dos anos têm resultado em uma redução dos déficits fiscais, da necessidade de endividamento externo e de um maior controle da inflação. As reservas internacionais, por sua vez, têm possibilitado um maior controle dos balanços públicos e uma redução da vulnerabilidade externa e o descontrole cambial. Além disso, a poupança interna crescente dessas economias tem aumentado o nível da poupança mundial e incentivado a redução das taxas de juros ao longo da primeira década do segundo milênio. Mas, apesar das similitudes, os

resultados das contas internas e o crescimento econômico de cada país se diferem, uma vez que as decisões de política econômica adotada ao longo dos anos foram diferentes, além do posicionamento desigual dos países em relação à economia chinesa e norte-americana e a maior/menor dependência em relação às commodities (países importadores/exportadores de commodities).

Considerando essa análise, optamos por desenvolver aqui uma avaliação separada de cada país. Assim, esse capítulo tem por objetivo deslocar a nossa análise para anos anteriores à crise, com a finalidade de observar o comportamento da economia dos países latino-americanos desde a década de 90 e, assim, analisar quais foram as mudanças de condução da política econômica e como elas podem ter auxiliado esses países em sua sustentação durante períodos de instabilidade externa. Assim, buscou-se analisar separadamente as políticas econômicas adotadas por cada país, considerando as contas fiscais, o crescimento da demanda interna e o controle da inflação, o desenvolvimento das relações comerciais e o impacto na Balança Comercial, e o resultado do Balanço de Pagamentos desses países.

2.1 Argentina

A década de 80 na Argentina foi marcada por um crescimento negativo do PIB e altas taxas de inflação, resultantes dos desequilíbrios estruturais da economia argentina e da crise da dívida decorrente da recessão mundial do início da década, da apreciação do dólar e do aumento das taxas de juros que provocaram uma redução do crédito internacional. Dadas essas dificuldades, o governo argentino, no início dos anos 90, instituiu reformas estruturais, como a integração comercial e financeira, e programas econômicos de estabilização por meio do *Plan de Convertibilidad* que visava alcançar a estabilidade cambial por meio da paridade peso-dólar. Essas reformas procuravam reduzir os mecanismos de expansão monetária do Banco Central, que deveria ter a base monetária em dólar, respaldada em reservas líquidas. Tais medidas foram adotadas em um contexto de maior aproximação do país em relação ao Mercosul e do processo de privatização dos serviços públicos, determinando a abertura econômica argentina e o crescimento econômico alinhado ao momento de liquidez externa, dada a baixa taxa de juros norte-americana.

Com o intuito de controlar a inflação, a Argentina adotou, na década de 90, uma política de fixação da taxa de câmbio que, apesar de controlar os preços internos, reduziram o espaço para aplicação de políticas monetárias nesse país. Além disso, tal política cambial resultou em uma necessidade de sustentação da política de acúmulo de reservas internacionais e um uso prudente da política fiscal que só foram possíveis devido à liquidez externa que permitiu maiores níveis de financiamento e de investimento externo.

No início da década, os resultados da inflação ainda demonstravam um grande descontrole do governo em relação aos preços praticados internamente. Mas em 1991, as taxas de inflação alcançaram três dígitos (em 1990 os valores atingiam quatro dígitos) e em 1994, esse valor foi inferior a dois dígitos. Concomitantemente, o câmbio, após variar fortemente entre 1990-1991, passou a ser adotado como instrumento de política monetária por meio da fixação do câmbio com a paridade 1 peso igual a 1 dólar. Os resultados de tal política foi um crescimento econômico do país e uma acentuação das vulnerabilidades externas que puderam ser constatadas nas sucessivas crises dos países emergentes da década.

A crise da Tequila de 1994, após a desvalorização da moeda mexicana, aumentou as incertezas relativas ao sistema financeiro dos países latino-americanos, o que ocasionou fuga de capital em massa e o desdobramento dessa crise para os outros países. A Argentina, primeiramente, sofreu impactos financeiros com a queda da bolsa de valores e redução do valor dos títulos da dívida pública. O risco país triplicou em três meses e os depósitos globais do sistema financeiro caíram mais de 15%, o que impactou diretamente na redução das reservas do Banco Central da Argentina e no aumento da taxa de juros interna. Os efeitos financeiros se desdobraram para a economia real, dado o aumento do custo do crédito e a retração do consumo, que impactaram os rendimentos da atividade industrial. Para evitar o desdobramento da crise mexicana de 1994 na Argentina, as organizações internacionais concederam um empréstimo de 4,5 bilhões de dólares para o governo argentino. Entretanto, essa medida não foi suficiente para evitar o resultado negativo do PIB em 1995.

Tabela 02 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) na Argentina no período de 1995-2010

Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	(2,8)	7.805	(4,1)
1996	5,5	8.280	4,2
1997	8,1	9.014	6,8
1998	3,9	9.375	2,6
1999	(3,4)	9.088	(4,5)
2000	(0,8)	9.114	(1,8)
2001	(4,4)	8.821	(5,4)
2002	(10,9)	7.912	(11,7)
2003	8,8	8.718	7,9
2004	9,0	9.688	8,1
2005	9,2	10.833	8,2
2006	8,5	12.026	7,5
2007	8,7	13.334	7,7
2008	6,8	14.418	5,8
2009	0,9	14.677	(0,0)
2010	9,2	16.012	8,2

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Em 1997, a Argentina foi mais uma vez impactada por desequilíbrios externos (dessa vez pela crise asiática), o que implicou um aumento do risco país, uma vez que as incertezas aumentaram, já que o sistema cambial argentino era bastante semelhante ao adotado em Hong Kong. Além disso, o impacto dessa crise no Brasil e Chile provocou redução das exportações da Argentina que, somada à queda dos preços das commodities, resultou desequilíbrios da balança comercial interna. Entretanto, o impacto dessa crise foi minorado devido à recuperação do país na crise de 1994 e as mudanças estruturais adotadas por este desde então.

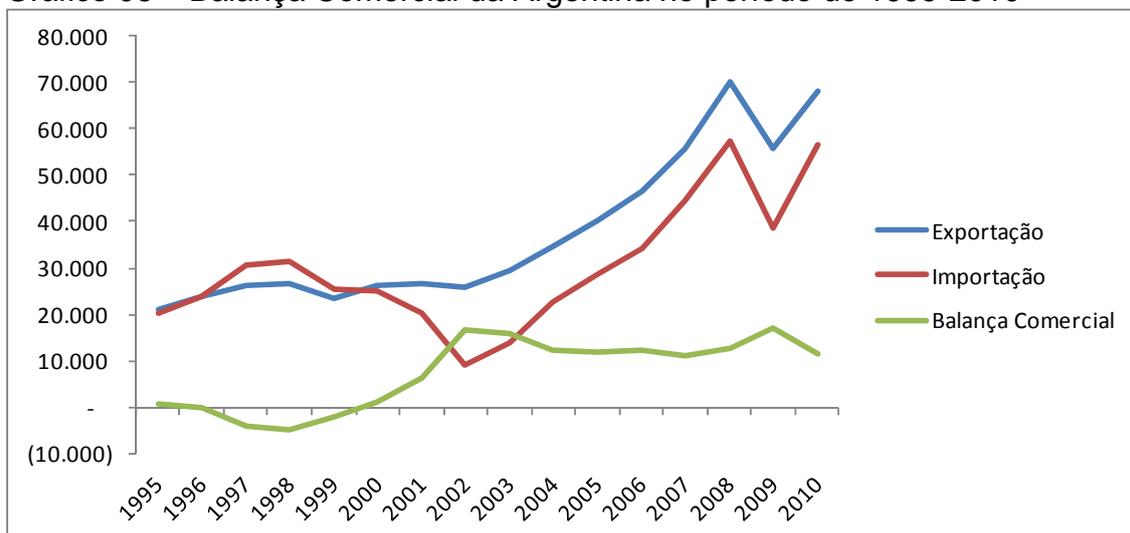
A sucessão de crises dos países emergentes na década de 90 teve impacto também na economia russa, que sofreu uma grande desvalorização da moeda nacional e decretou default em 1998. Essa crise impactou a economia argentina primeiramente no mercado financeiro, abalando os resultados da Bolsa de Valores e dos títulos públicos. Uma vez que a Argentina se encontrava internamente mais estruturada em relação ao sistema cambial, os impactos financeiros da crise foram passageiros. Entretanto, os impactos na economia real se fizeram presentes dado o aumento da taxa de juros interna, que influenciou negativamente a produção industrial, e a continuidade da

redução dos preços das commodities, que afetou os resultados do comércio externo.

Os impactos da crise russa foram sentidos principalmente no Brasil que, dada a fragilidade econômica interna, passou a apresentar sérias dificuldades de sustentação do déficit da conta corrente. Essa situação, somada à desvalorização cambial do real, provocou uma redução ainda maior da demanda brasileira pelas exportações argentinas, intensificando os impactos na economia real desse país. Esse choque comercial negativo foi incrementado pelos maiores custos do financiamento público e privado na Argentina, aumentando ainda mais as incertezas em relação ao desempenho comercial desse país.

Como pode ser notado no gráfico abaixo, os períodos de déficit da balança comercial coincidem com os períodos de crise dos países emergentes, dada a redução dos preços das commodities, desaquecimento da demanda dos países importadores da Argentina e da manutenção da paridade cambial que tornava as exportações desse país pouco competitivas.

Gráfico 06 – Balança Comercial da Argentina no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Complementariamente, esse período foi marcado pelo aumento dos gastos públicos que superaram a arrecadação tributária, resultando em um aumento crescente do déficit fiscal e do endividamento público. Essa política só

foi interrompida a partir de 1998, quando o aumento da taxa de juros norte-americana, somada à prostração econômica dos países emergentes, implicou um uso das reservas internacionais para controlar os desequilíbrios internos. As dificuldades relacionadas ao crédito externo e o gasto público excessivo provocaram o desequilíbrio interno e deram início à crise econômica argentina.

De 1995 até 2001, o resultado primário do Governo Central e do Setor Público não financeiro se manteve deficitário ou próximo a zero (1997, 1998, 2000). A receita pública não acompanhou o crescimento dos gastos públicos e a entrada de capital durante esses anos foi ínfima, o que confirma a maior participação da receita tributária no montante total da receita pública.

Tabela 03 – Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Receita total e doações	14,7	13,2	14,0	13,8	14,1	15,2	14,3	14,2	16,1	16,3	16,7	17,2	18,2	19,4	21,0	22,7
	Receita corrente	14,0	13,0	13,7	13,7	14,0	15,1	14,2	14,1	16,1	16,2	16,5	17,0	18,1	19,3	20,8	22,6
	Receita de capital	0,6	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1
	Gasto total e empréstimo líquido	16,5	16,0	15,4	15,5	17,1	17,3	18,3	14,8	15,9	14,4	16,3	16,2	17,5	18,7	21,8	22,9
	Gastos correntes	15,2	14,6	14,1	14,2	15,9	16,3	17,4	14,1	15,1	12,9	14,3	13,6	15,3	16,4	19,1	19,8
	Gastos de capital	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,1	0,9	0,7	0,8	1,5	2,0	2,6	2,2	2,3	2,7	3,1
	Resultado primário	(0,3)	(1,3)	0,5	0,5	(0,2)	1,3	0,0	1,5	2,1	3,2	2,3	2,7	2,7	2,8	1,4	1,5
Setor Público não financeiro	Receita total e doações	23,4	22,2	23,4	23,3	24,0	25,0	23,6	23,8	26,8	28,7	29,1	29,9	32,4	33,9	34,8	-
	Receita corrente	22,5	21,7	22,6	22,9	23,5	24,6	23,3	23,6	26,5	28,4	28,8	29,6	32,2	33,5	34,5	-
	Receita de capital	0,9	0,5	0,8	0,4	0,5	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	-
	Gasto total e empréstimo líquido	26,3	25,4	25,0	25,8	28,5	28,3	30,7	24,6	25,2	25,2	28,1	28,5	31,7	33,7	37,1	-
	Gastos correntes	23,8	23,1	22,7	23,4	26,2	26,7	29,2	23,6	23,7	22,4	24,5	24,2	27,4	29,4	32,2	-
	Gastos de capital	2,5	2,3	2,2	2,3	2,3	1,6	1,4	1,0	1,5	2,8	3,6	4,2	4,3	4,3	4,9	-
	Resultado primário	(0,9)	(1,2)	0,8	0,2	(1,1)	0,8	(2,0)	1,8	4,0	5,2	3,3	3,5	3,2	2,6	0,4	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Além do impacto da crise brasileira nas exportações argentinas, a crise de 2001 ocorreu devido às decisões de política econômica em manter a paridade peso-dólar e a descomedida dívida externa. A continuidade do *Plan de Convertibilidad*, após 1995, prejudicou a competitividade das exportações argentinas e criou uma significativa dependência com o dólar, o que gerou maiores especulações financeiras e reduziu o impacto da política monetária por meio da ineficácia do uso da taxa de juros.

Para manter a paridade cambial, o BCRA (Banco Central da Argentina) procurou manter uma estratégia de crescimento das reservas internacionais acompanhada por uma política de absorção monetária por meio dos títulos públicos, do redesconto, de acordos de recompra reversa do Banco Central e do uso da LEBAC (*Letras del Banco Central*) e NOBAC (*Notas del Banco Central*). Além disso, foram adotadas medidas de controle da entrada de capital externo por meio da extensão dos prazos de permanência dos fundos financeiros externos. Essa política cambial teve um forte impacto na sustentação da política fiscal, uma vez que o resultado financeiro se manteve altamente dependente da sustentação cambial para garantir o superávit fiscal e, assim, honrar o pagamento dos juros da dívida. Essa relação entre o câmbio real e o resultado fiscal decorre da relação da depreciação nominal da moeda e seu impacto positivo nos preços e nas receitas fiscais, melhorando as contas do governo.

Tal cenário, somado aos desequilíbrios da conta de capital decorrentes do montante da dívida externa, provocou uma fuga de capitais externos, desencadeando uma maior especulação por parte dos argentinos. Como medida para evitar a fuga do capital nacional, o governo criou a lei que ficou conhecida como “*El corralito*”, que fixou uma taxa máxima de saída de dinheiro nacional dos bancos, gerando uma crise ainda maior internamente. Essa medida só foi interrompida no início de 2002 quando o governo decidiu adotar uma taxa flutuante, desvalorizando a moeda nacional e criando medidas de recuperação da economia interna.

A saída da crise de 2001, segundo Damill e Frenkel (2009), se deve à estabilidade do câmbio real, à geração de superávit fiscal e de conta corrente e a recuperação da liquidez interna que recuperou o sistema bancário e gerou mecanismos de acumulação de reservas internacionais. A reestruturação da

dívida pública, por meio da melhoria dos prazos de pagamento e da redução dos fluxos de juros, melhorou a situação de default em que se encontrava o país. A geração do superávit fiscal se deve à tributação sobre a exportação adotada após a crise, e as receitas geradas da recuperação da demanda interna que mantiveram, a partir de 2002, um saldo superavitário da Conta Corrente, responsável pela formação de reservas no país. A conta de capitais se manteve positiva durante todos os anos analisados (mesmo nos períodos de instabilidade econômica), mas a conta financeira passou a apresentar déficits crescentes 2001-2004. Essa conta voltou a apresentar valores negativos em 2008, devido aos déficits do Banco Central Argentino.

Tabela 04 – Balanço Patrimonial da Argentina no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta de Capital	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(5.118)	14	5.466	2.311
1996	(6.770)	51	11.582	(3.258)
1997	(12.138)	66	17.675	(3.331)
1998	(14.482)	73	18.936	(4.090)
1999	(11.943)	149	14.448	(2.013)
2000	(8.981)	106	7.853	1.176
2001	(3.780)	157	(14.971)	21.405
2002	8.767	406	(20.685)	13.391
2003	8.140	70	(15.861)	9.037
2004	3.211	196	(10.949)	6.952
2005	5.275	89	1.947	(7.418)
2006	7.768	97	5.168	(14.195)
2007	7.355	121	4.042	(11.584)
2008	6.756	181	(11.316)	3.317
2009	11.085	74	(11.128)	377
2010	3.016	78	3.780	(4.157)
2011	1.103	-	(7.248)	6.145

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

A partir de 2003, dado o ambiente de liquidez externa e o consequente aumento da entrada de capital internacional, o Banco Central adotou uma política de acumulação de reservas, evitando a apreciação nominal da moeda nacional. Sendo assim, a dívida com o FMI reduziu ao longo desses anos e, em 2006, foi cancelada por meio da utilização das reservas internacionais, aumentando assim o espaço de atuação da política econômica. O que se constata, diante disso, é que a recuperação da economia nos anos 2000 foi minimamente acompanhada pela concessão de crédito externo e interno.

Ao contrário do que se imaginava, a desvalorização cambial não provocou impactos nos preços internos, o que permitiu que a expansão econômica se mantivesse em um ambiente de inflação controlada. O índice de preço ao consumidor começou a subir apenas a partir de 2004, o que implicou atuações pontuais do governo em 2006 para controlar o crescimento inflacionário, como pode ser notado no gráfico abaixo.

Tabela 05 – Índice de preço ao consumidor na Argentina no período de 1995–2010 (em %)

Ano	IPC
1995	3,4
1996	0,2
1997	0,5
1998	0,9
1999	(1,2)
2000	(0,9)
2001	(1,1)
2002	25,9
2003	13,4
2004	4,4
2005	9,6
2006	10,9
2007	8,8
2008	8,6
2009	6,3
2010	10,8

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Dada a impossibilidade do país em obter novos financiamentos, restringindo o uso das reservas como meio de pagamento da dívida, criou-se a necessidade da balança comercial argentina se manter superavitária para gerar tais divisas. Os superávits acumulados ente 2002-2010 permitiram uma redução da dívida externa (pública e privada), o aumento das reservas internacionais e o financiamento da saída de capitais externos. O controle da dívida externa da Argentina durante a crise econômica em 2008-2009 foi extremamente difícil, dado o aumento do montante dos vencimentos da dívida em 2009, que implicaram a utilização das reservas internacionais, e o saldo da balança comercial para o pagamento dessas obrigações, mantendo o montante da dívida externa estável.

Tabela 06 – Dívida Pública da Argentina no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	33,8	35,7	34,5	37,6	43,0	45,0	53,7	145,9	138,2	126,5	72,8	63,6	55,7	48,5	48,5	45,1
	Dívida Interna	8,0	8,9	9,6	10,4	13,9	16,4	22,3	52,8	59,4	52,7	38,3	37,4	31,8	30,0	30,4	28,3
	Dívida Externa	25,7	26,8	24,9	27,1	29,1	28,6	31,5	93,0	78,8	73,8	34,5	26,1	23,9	18,5	18,2	16,8
Setor Público não financeiro	Total da dívida pública	-	41,5	39,4	42,6	49,3	53,1	64,8	184,4	156,9	143,3	87,6	76,3	66,7	57,8	57,7	52,0
	Dívida Interna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dívida Externa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O saldo positivo da Balança Comercial é explicado pelas exportações dos produtos manufaturados de origem agrícola e dos produtos primários, que sofreram uma forte valorização ao longo dos anos 2000. Além disso, o Mercosul tem exercido um importante papel na economia Argentina, representando atualmente o principal fator de crescimento das relações comerciais do país. A pauta de exportação argentina não sofreu grandes mudanças, sendo constituída principalmente pelos produtos manufaturados de origem industrial, pelos produtos primários e pelos produtos manufaturados de origem agrícola (SALAMA, 2009). Apesar da presença dos manufaturados, os produtos exportados não são de alta tecnologia dado o atraso do setor industrial decorrente, entre outros fatores, da política de valorização cambial dos anos 90, da hiperinflação e do processo político da ditadura.

Em relação à arrecadação tributária, a Argentina aumentou 1,7% do PIB em 2010 (expandiu aproximadamente 30% da arrecadação de impostos quando comparado à 2009), especialmente devido ao aquecimento da demanda interna provocado pelo aumento da atividade econômica, dos maiores lucros das empresas, do aumento dos salários e os maiores preços praticados no comércio internacional.

Tabela 07 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral da Argentina no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	12,9	12,1	12,5	12,5	12,5	12,9	12,5	11,7	13,7	15,3	15,8	16,0	17,2	18,1	18,2
Governo Geral	20,2	19,7	20,6	21,0	21,2	21,5	20,9	19,9	23,4	26,3	26,8	27,4	29,1	30,7	31,4

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Desde 2005, a política econômica de expansão já enfrentava dificuldades de manutenção, dado o aumento da inflação interna. O superávit comercial e o considerável montante das reservas ainda mantinham o balanço de pagamento estável mesmo com a desaceleração do superávit primário. As saídas de capital em 2007, decorrentes da crise do *subprime* e das incertezas relacionadas aos números divulgados pelo Governo da economia argentina, corroboraram os resultados negativos das contas nacionais. Não houve

grandes reduções das reservas internacionais, dado o desempenho comercial e a obtenção de recursos por parte do BIS (Bank for International Settlements).

O impacto do desdobramento da crise imobiliária na Argentina se deu por meio da queda dos preços das commodities de exportação desse país. A soja caiu, no primeiro instante, de 600 dólares a tonelada para 300, acompanhando a queda do trigo, milho e do petróleo (CONESA, 2009). A valorização do dólar frente ao euro e a desvalorização da moeda brasileira impactaram o setor industrial, que passou a ser menos competitivo que os produtos da China e do Brasil. Além disso, a desvalorização cambial da moeda argentina e o aumento dos gastos fiscais desequilibraram a balança de pagamento que, desde o período 2002-2007, se mantinha favorável ao crescimento, uma vez que a balança comercial superavitária contrabalanceava os déficits fiscais e gerava dólares para financiar o pagamento da dívida externa.

Assim como grande parte dos países emergentes, a Argentina apresentou resultados de recuperação da economia em 2010 em decorrência do aumento do consumo interno e a recuperação do setor agrícola. O ano de 2010 foi marcado, então, por uma necessidade de adotar estratégias de moderação dos impulsos sobre a demanda proveniente das políticas públicas. Na segunda metade do ano, apesar do crescimento das exportações, a variação cambial provocou uma deterioração da balança comercial, impactando negativamente a conta corrente da região. Na Argentina, os fluxos comerciais foram recuperados em 2010, dado o crescimento das exportações, impulsionado principalmente pela demanda dos grandes parceiros comerciais, como o Brasil, pelos fatores climáticos que proporcionaram uma colheita melhor do que a apresentada em 2009 (ano impactado pela seca) e pelo aumento das exportações de manufatura. Atualmente, as políticas de acumulação de reservas por meio do superávit comercial tem blindado a economia nacional da crise européia, uma vez que o valor das commodities tem se mantido valorizado e a moeda brasileira tem possuído um comportamento mais estável (CASTINEIRA, 2010).

2.2 Brasil

O processo de abertura comercial no Brasil ocorreu fundamentalmente pela redução das tarifas comerciais e a eliminação de barreiras de mobilidade do capital externo (permitindo a atuação deste na Bolsa de Valores e a atuação dos bancos estrangeiros no mercado financeiro nacional). A paridade cambial (um real igual a um dólar) determinada pelo Plano Real⁶ teve impacto direto na Balança Comercial, gerando crescentes déficits decorrentes do aumento das importações. O Plano tinha como intuito financiar esse déficit por meio do capital de curto prazo, atraído pelo aumento da taxa de juros, e o capital de longo prazo, fundamentalmente os investimentos diretos externos atraídos pelo processo de privatização, que acompanhou o programa de abertura econômica brasileira.

O controle da inflação por meio do plano Real impactou o resultado primário do governo, uma vez que o controle de preços veio acompanhado do fim do imposto inflacionário. Assim, foi gerada a necessidade de implementar políticas de redução dos gastos públicos e aumento da receita, com o intuito de controlar a relação dívida pública/PIB. A compensação ao imposto inflacionário se deu por meio da criação do CPMF e outros tipos de contribuição não-vinculada. Em relação aos gastos públicos, foi instituída a Reforma Patrimonial que incluía a renegociação e federalização das dívidas subnacionais dos estados e municípios e o controle dos dispêndios das empresas públicas. Mesmo com a adoção de tais medidas, a relação dívida interna/PIB aumentou devido às despesas financeiras dos títulos públicos indexados a uma taxa SELIC extremamente elevada.

Os anos 90 foram marcados pelo controle da inflação em grande parte dos países latino-americanos e por inúmeras crises dos países emergentes, que desestabilizaram o crescimento econômico desses países. A crise mexicana, seguida das crises asiática e russa, provocou desequilíbrios estruturais, fuga de capitais e oscilações cambiais. Essas crises econômicas também afetaram o Brasil, vez que a política de âncora cambial gerou

⁶ A presente dissertação não tem o intuito de aprofundar os estudos sobre o Plano Real.

deterioração das contas externas e foi insuficiente para manter o país imune da desaceleração econômica dos países emergentes.

A crise da Rússia de 1998, em especial, teve fortes impactos na economia brasileira, uma vez que esse país apresentava fortes desequilíbrios internos de suas contas fiscais e os vencimentos da dívida interna de curtíssimo prazo. Essa crise provocou redução da liquidez externa, o que intensificou as dificuldades de financiamento da dívida pública e privada, reduzindo fortemente as reservas internacionais brasileiras. Essa fragilidade interna potencializou as dificuldades fiscais e provocou uma fuga de capitais, aumentando a taxa de juros interna e, mais uma vez, intensificando o déficit fiscal. Frente a isso, o governo decidiu, no início de 1999, aumentar as bandas de flutuação do real e posteriormente desvalorizar a moeda nacional dada a situação fiscal insustentável.

Tabela 08 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Brasil no período de 1995-2010

Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	4,4	6.278	2,8
1996	2,2	6.427	0,6
1997	3,4	6.670	1,8
1998	0,0	6.659	(1,5)
1999	0,3	6.674	(1,2)
2000	4,3	7.010	2,8
2001	1,3	7.163	(0,1)
2002	2,7	7.372	1,3
2003	1,1	7.519	(0,2)
2004	5,7	8.074	4,4
2005	3,2	8.509	2,0
2006	4,0	9.038	2,9
2007	6,1	9.775	5,1
2008	5,2	10.408	4,2
2009	(0,6)	10.436	(1,5)
2010	7,5	11.210	6,6

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

A crise brasileira em 1998 e 1999 impactou o crescimento do PIB e deteriorou a renda da população no país com a redução do PIB *per capita*. Com a desvalorização da moeda nacional e a consequente recuperação da balança comercial, o país voltou a crescer a partir do ano 2000, reduzindo as

taxas de crescimento apenas em 2001, devido a recessão dos EUA decorrente da crise das empresas “pontocom” e, em 2003, devido a uma crise de confiança no país decorrente das eleições presidenciais. A partir de 2004, dado o ambiente favorável para exportação e as políticas estruturais adotadas pelo país, o crescimento econômico tem sido constante, interrompido apenas pelo desdobramento da crise do *subprime* em 2009.

Com relação à dívida pública total, ao longo dos anos o indicador dívida/PIB tem assumido diversos comportamentos devido às oscilações cambiais, a variação da taxa de juros e a geração de superávit primário. De 1994 a 1995 houve redução do déficit nominal, uma vez que a inflação foi controlada com o Plano Real. Apesar do crescente superávit comercial gerado a partir de 1999, os juros nominais da dívida e a flutuação do câmbio a partir desse ano geraram um aumento da relação dívida/PIB. Tal relação ainda é deteriorada no final da década de 90 e início dos anos 2000, frente à crise econômica brasileira e à desaceleração do crescimento produtivo. Os resultados da economia entre 2003-2008 geraram uma redução da dívida pública total, em especial da dívida externa líquida, que foi impactada pelo aumento das reservas internacionais e do câmbio mais favorável.

O montante das reservas revela a capacidade do país de honrar suas obrigações financeiras da dívida externa. Os resultados positivos da conta de capital e financeira no Brasil, e a conseqüente entrada de dólares no país, justificam o importante aumento do índice de reservas/dívida externa. O montante das reservas internacionais, a partir de 2006, superou o valor da dívida externa do Setor Público, o que explica os valores negativos apresentados na tabela abaixo. Esses valores, a partir de 2007, são suficientes para cobrir a dívida externa do Governo Central, que vem diminuindo ao longo dos anos (desde 2004). Em contrapartida, a dívida interna tanto do Governo Central quanto do Setor Público aumentou, dada a elevada taxa de juros e as conseqüentes despesas financeiras. Todavia, a redução da dívida externa tem minimizado os efeitos da dívida interna no montante final da dívida pública.

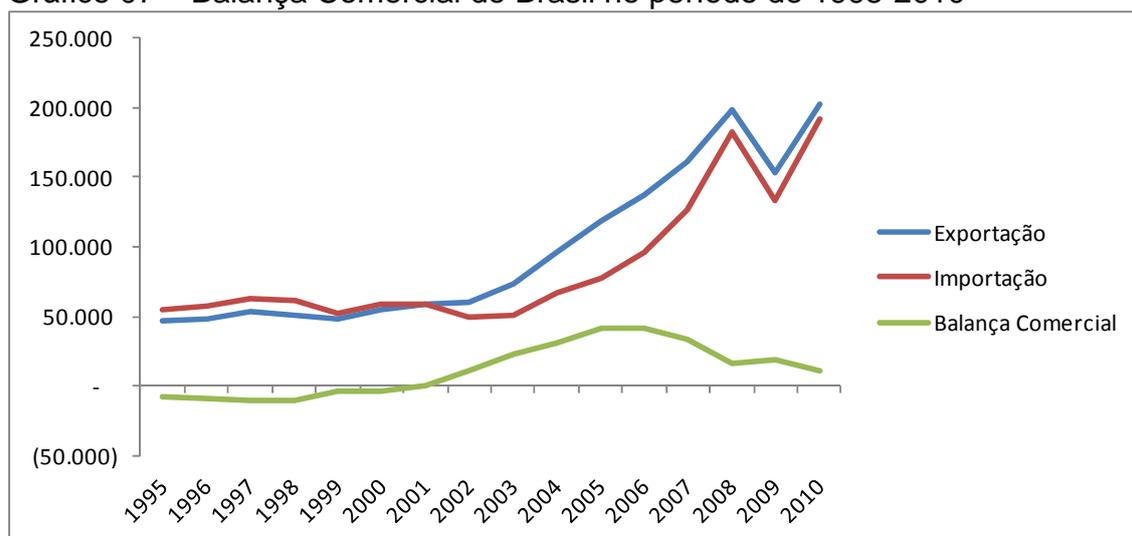
Tabela 09 – Dívida Pública do Brasil no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	-	-	-	24,2	29,5	29,2	32,2	38,3	34,4	31,4	30,7	28,8	29,0	29,8	30,7	28,2
	Dívida Interna	-	-	-	16,1	17,8	17,0	19,5	21,0	21,5	21,2	22,7	22,5	23,3	24,1	24,9	23,4
	Dívida Externa	-	-	-	8,1	11,6	12,2	12,6	17,4	12,9	10,2	8,0	6,3	5,7	5,7	5,7	4,8
Setor Público	Total da dívida pública	29,6	31,9	32,9	39,4	48,5	47,7	52,2	60,6	54,9	50,6	38,5	47,0	45,1	38,5	42,8	40,7
	Dívida Interna	24,2	28,2	28,8	33,6	38,3	38,3	42,3	44,6	43,5	42,5	35,2	48,0	52,5	48,9	51,3	50,6
	Dívida Externa	5,4	3,7	4,1	5,8	10,2	9,4	9,6	15,7	11,2	7,9	3,2	(1,2)	(7,5)	(11,0)	(9,2)	(9,9)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O Brasil tem fortalecido o seu papel na iniciativa Sul-Sul de desenvolvimento comercial e econômico entre os países da região da América do Sul, por meio da ampliação do Mercosul. Para Borges e Lima (2009), essa situação pode ser percebida quando analisados os principais destinos das exportações brasileiras. Segundo os autores, em 2008, aproximadamente 25% das exportações brasileiras se destinaram aos países da América Latina contra 23% destinados à União Europeia, 19% à Ásia e 14% aos EUA. Já em relação às importações, a Ásia se estabelece como o principal mercado, seguida da União Europeia, América Latina e, por fim, os EUA. Um ponto importante levantado pelos autores é o tipo das exportações que se concentram em commodities para a Ásia e Europa e produtos manufaturados para América Latina e EUA.

Gráfico 07 – Balança Comercial do Brasil no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

O Brasil, por possuir uma importante participação das commodities na pauta de exportação e apresentar um câmbio favorável, tem apresentado superávits crescentes da balança comercial desde 2001. Esses resultados positivos foram ainda maiores a partir de 2003, quando a demanda chinesa impulsionou ainda mais os preços dos produtos básicos, criando uma espécie de bolha de preços, alimentando assim a economia interna, o que fez gerar pressões inflacionárias. No Brasil, esses anos de crescimento econômico

mundial marcaram uma aceleração da demanda interna, em que parte se converteu em aumento das importações e, por consequência, maiores pressões inflacionárias, principalmente em 2008, quando a taxa de inflação se manteve superior à meta de inflação de 4,5% (mas dentro da banda de variação de mais ou menos 2%).

Tabela 10 – Índice de preço ao consumidor no período de 1995–2010 (em %)

Ano	IPC
1995	25,9
1996	11,3
1997	7,2
1998	1,7
1999	9,1
2000	6,2
2001	7,9
2002	12,2
2003	8,9
2004	6,3
2005	4,9
2006	2,1
2007	4,6
2008	6,1
2009	3,9
2010	6,2
2011	6,4

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Central do Brasil.

O Brasil tem se beneficiado da alta dos preços das commodities nos últimos anos, e o resultado disso tem sido os constantes superávits da balança comercial, dado o crescimento das exportações que tem representado mais de 40% da conta corrente do país. Esse cenário, em concomitância ao ambiente favorável da economia interna, tem atraído recursos estrangeiros no mercado de capitais e impulsionado os recursos para as empresas. Os superávits comerciais gerados ao longo dos últimos anos, somados à redução do pagamento dos juros líquidos da dívida externa, tem impactado o resultado da conta corrente brasileira, reduzindo, assim, a sua dependência de financiamento externo para equilibrar as contas internas, como ocorria em décadas anteriores.

Os superávits da conta corrente gerados a partir de 2003 só foram interrompidos em 2008, dado o aumento das importações e, consequentemente, a redução dos superávits comerciais. Além disso, as

contas fiscais dos estados e municípios foram afetadas pelos acordos existentes com o governo federal de reestruturação da dívida, restrições a novos empréstimos e a lei de responsabilidade fiscal. O déficit da conta corrente se deteriorou em 2010, situação amenizada com a entrada de fluxos de capital, principalmente na forma de investimento direto externo e investimentos de portfólio, atraídos pela situação econômica brasileira. Com relação à conta financeira e de capital, apesar dos déficits gerados em 2002/2004 decorrentes da maior participação do capital brasileiro em mercados externos, o país passou a receber uma entrada expressiva de capital estrangeiro, seja para especulação como para investimento, situação que se manteve mesmo nos momentos de crise em 2009, dada a classificação de pouco risco dos títulos nacionais.

Tabela 11 – Balanço Patrimonial do Brasil no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta de Capital	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(18.384)	352	28.794	(12.969)
1996	(23.502)	454	33.531	(8.682)
1997	(30.452)	393	25.064	8.251
1998	(33.416)	320	21.050	16.302
1999	(25.335)	338	8.038	16.765
2000	(24.225)	273	29.295	(7.980)
2001	(23.215)	(36)	20.331	3.450
2002	(7.637)	433	(3.909)	11.178
2003	4.177	498	(157)	(3.726)
2004	11.679	372	(3.532)	(6.607)
2005	13.985	663	13.144	(27.590)
2006	13.643	869	15.430	(30.569)
2007	1.551	756	88.330	(87.484)
2008	(28.192)	1.055	28.297	(2.969)
2009	(24.302)	1.129	70.172	(46.651)
2010	(47.365)	1.119	98.543	(49.101)
2011	(51.088)	-	115.441	(64.353)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O volume de crédito tem crescido nos últimos anos, mas diante dos custos de financiamento, o crédito concedido pelas instituições financeiras privadas tem se destinado, em especial, para o financiamento do consumo e do capital circulante das empresas. Os investimentos ainda são altamente dependentes do financiamento público, que tem subsidiado os investimentos

em construção e infraestrutura por meio dos recursos do BNDES e do Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

O Brasil se caracteriza como um dos países com maior receita tributária em relação ao PIB, sendo que a maior parte da arrecadação está atrelada ao nível de atividade econômica. Esse montante de arrecadação foi importante durante a crise, uma vez que o país se manteve menos exposto aos seus efeitos por ser menos dependente de recursos externos para o equilíbrio das contas públicas. Além disso, dada a carga tributária do país, foi possível estabelecer políticas de incentivo à demanda por meio da isenção ou redução fiscal, sem que, como contrapartida, fossem geradas grandes reduções da arrecadação tributária do Governo Central e Geral em 2009 e, por isso, gerasse déficit primário.

Tabela 12 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Brasil no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	18,3	17,9	18,2	19,0	20,2	21,0	21,6	22,1	21,6	22,2	23,4	23,3	23,9	23,9	23,1
Governo Geral	27,3	26,7	26,9	27,8	29,0	30,4	31,3	31,9	31,4	32,2	33,4	33,4	33,9	34,1	33,1

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O desdobramento da prostração econômica dos países desenvolvidos atingiu a economia brasileira em diversos canais. O primeiro impacto foi sentido nas contas externas devido à desaceleração da economia internacional, a redução dos preços das commodities e a suspensão por parte dos bancos estrangeiros das linhas de financiamento à exportação. Tais impactos, somados à redução da liquidez externa e a consequente repatriação dos lucros das empresas multinacionais, provocaram déficit na conta corrente, redução do capital financeiro e desvalorização da moeda nacional. Outro impacto se deu no sistema financeiro, que não foi descomunalmente impactado dado o pouco envolvimento das instituições financeiras brasileiras com os títulos podres; todavia, os recursos captados por essas instituições por meio do CDB e vinculado aos derivativos cambiais foram impactos pelos desequilíbrios da moeda nacional frente ao dólar. Outro canal de transmissão da crise foi a

contração do crédito, uma vez que o ambiente de incertezas reduziu o consumo e as decisões de investimento.

Esses impactos geraram redução do PIB em 2009 e provocaram uma desaceleração da produção industrial que, somados aos desequilíbrios do câmbio, afetaram algumas empresas nacionais que haviam se exposto ao risco cambial no mercado de dólar futuro. Todavia, os efeitos da crise se restringiram a 2009, uma vez que as exportações se recuperaram ainda no terceiro trimestre desse ano, gerando ganhos econômicos que refletiram na recuperação da demanda interna, incentivada também pelos programas anticíclicos implementados pelo governo, e crescimento do PIB a taxas superiores ao período pré- crise econômica.

A crise europeia, ainda incerta em 2011, tem impactado o sistema financeiro dos países emergentes por meio das maiores taxas de financiamento, e também o setor real, por meio da redução dos preços de matérias-primas, em especial metais e produtos agrícolas. O Brasil, diante da maior redução das exportações industriais e desse ambiente de incertezas, tem reduzido a produção industrial, o que tem impulsionado a tomada de decisão do Banco Central em reduzir a taxa de juros interna para estimular a economia nacional.

2.3 Chile

O Chile tem se caracterizado como uma economia equilibrada, mantendo, ao longo dos anos, crescimento econômico alinhado às baixas taxas de inflação. Com o golpe militar de 1973 e o fim do governo Allende, o país tem se voltado ao setor externo por meio da abertura de capital, dos programas de privatização e, internamente, por meio do controle da poupança e dos fundos de pensão (sistema privado de fundos de pensão).

A partir dos anos 90, com o fim do governo militar, o país começou a apresentar um crescimento econômico que reduziu os níveis de pobreza e melhorou a distribuição de renda. Isso foi resultado do programa de ajuste estrutural implementado em 1985, quando o setor externo se manteve como principal impulsionador econômico e a estabilização de preços se caracterizou como a principal meta monetária. Tais medidas foram adotadas em um

contexto de acesso restrito ao capital externo. Para tanto, foram adotadas tarifas sobre as importações, medidas de controle da demanda interna para reduzir o uso da capacidade produtiva e a desvalorização do câmbio real que, juntamente com a concessão de incentivos cambiais, permitiram uma maior atuação do setor exportador. O cobre exerceu um papel importante nessa recuperação, já que no final da década de 90 houve valorização desse metal no cenário externo, aumentando os investimentos e a produção.

O programa de ajuste estrutural implementado internamente foi fundamental para a recuperação equilibrada da economia chilena, uma vez que foram adotadas medidas voltadas a reduzir a vulnerabilidade externa por meio do controle da conta de capitais, no intuito de absorver apenas os efeitos positivos do capital de longo prazo. O controle da conta de capitais foi essencial para a retomada dos investimentos por meio do programa da troca de dívida por capital e as taxações sobre o capital de curto prazo (restrição desse capital por meio da tributação e da instituição de depósitos compulsórios sobre o capital especulativo); tais medidas permitiram a atuação benéfica dos fluxos de capitais externos na economia chilena.

O controle cambial voltado às exportações foi realizado ao longo dos anos para impedir desequilíbrios cambiais decorrentes da entrada do capital externo. Até o início da década de 90, o câmbio real se depreciou; no intervalo entre 1990-1997, com a entrada de capital externo, houve uma valorização cambial e, de 1998 a 2003, houve depreciação devido à saída de capitais de curto prazo e de investimentos de carteira decorrentes da crise do final dos anos 90. Ao contrário dos outros países latino-americanos que adotaram a taxa de câmbio como ferramenta para controle da inflação, o Chile atuou por meio da integração controlada com mercado financeiro e de produtos externos, garantindo uma maior blindagem dessa economia em relação aos desequilíbrios externos. Em síntese, o país adotou uma postura anticíclica que permitiu um maior controle do capital nos momentos de abundância, mantendo o crescimento estável do país (com exceção de 1999, quando as crises dos países emergentes afetaram a economia chilena).

Tabela 13 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Chile no período de 1995-2010

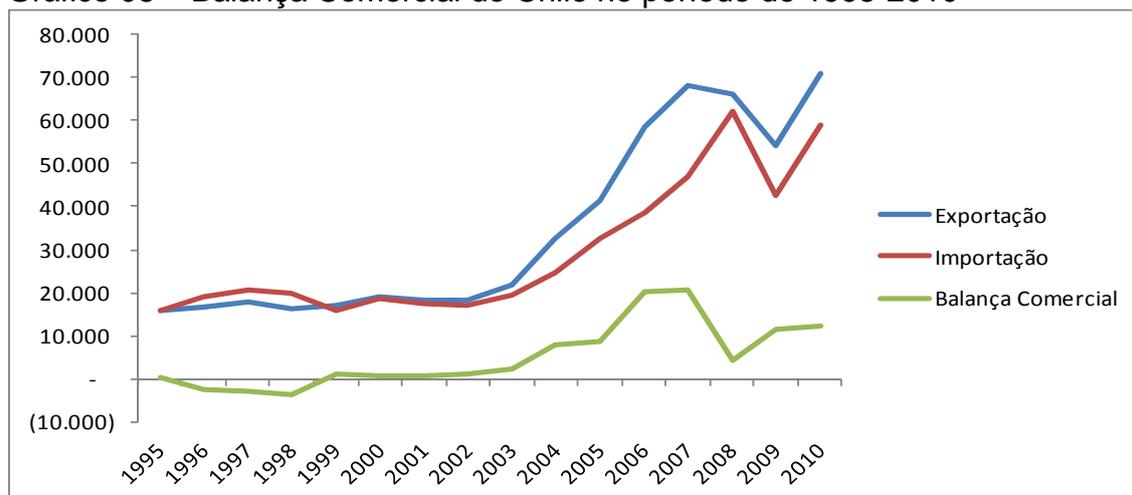
Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	10,6	7.438	8,8
1996	7,4	8.029	5,8
1997	6,6	8.584	5,1
1998	3,2	8.838	1,9
1999	(0,8)	8.783	(2,0)
2000	4,5	9.257	3,2
2001	3,4	9.666	2,2
2002	2,2	9.918	1,0
2003	3,9	10.449	2,8
2004	6,0	11.273	4,9
2005	5,6	12.168	4,5
2006	4,6	13.008	3,5
2007	4,6	13.868	3,6
2008	3,7	14.541	2,7
2009	(1,7)	14.298	(2,6)
2010	5,2	15.732	4,2

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Com relação ao comércio internacional, as políticas de incentivo à exportação permitiram um resultado positivo da balança comercial a partir de 2003, resultado também dos acordos comerciais estabelecidos pelo país (Comunidade Andina e Mercosul, Nafta e Acordo de Associação Econômica com a União Europeia), que expandiram as relações comerciais, principalmente com o Canadá, China, Coreia do Sul, Japão e União Europeia. As exportações chilenas são compostas majoritariamente por produtos industriais (setor alimentício, siderúrgico e maquinário) e pela produção mineral, em especial o cobre, e minoritariamente por produtos agrícolas.

Gráfico 08 – Balança Comercial do Chile no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Os países exportadores de commodities apresentaram crescentes superávits da balança comercial, alimentando ainda mais a economia interna, o que fez gerar pressões inflacionárias. No Chile e no Brasil, por exemplo, esses anos de crescimento econômico mundial marcaram uma aceleração da demanda interna, em que parte se converteu em aumento das importações e, por consequência, maiores pressões inflacionárias. Mesmo com a interrupção da estabilidade financeira em 2008, as pressões inflacionárias e o crescimento das exportações se mantiveram nesses países com a recuperação dos preços das commodities e a intensificação dos fluxos de capital.

Entre os países analisados, o Chile apresentou a maior redução da dívida interna (80% de redução entre 2002-2007) devido a uma conjunção de fatores estruturantes. O mercado de capitais chileno é marcado pela presença majoritária das empresas de capital aberto, dos bancos, dos emissores estrangeiros e do Estado. Assim, a dívida privada é emitida por meio de bônus corporativos, títulos, instrumentos de curto prazo e hipotecas. A dívida chilena é constituída em grande parte pelas Unidades de Fomento (UF) com prazos mais longos e os títulos que impulsionam o financiamento de obras de infraestrutura. Entre os anos de 2002-2007, a dívida privada se tornou menos vulnerável em relação ao montante e às emissões negociadas devido às reformas regulatórias que têm o intuito de aumentar a oferta de instrumentos financeiros e a liquidez dos mercados, desregulamentar e flexibilizar a

administração dos investimentos, promover maior integração internacional, incentivos para o mercado de capitais, maior acesso ao mercado pelas médias e pequenas empresas e, por fim, desenvolver o mercado de capitais (MENDOZA e REINOSO, 2010).

Tabela 14 – Dívida Pública do Chile no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	17,6	15,1	13,2	12,5	13,7	13,6	14,9	15,7	13,0	10,7	7,3	5,3	4,1	5,2	6,2	9,2
	Dívida Interna	12,0	10,8	10,0	9,3	9,7	10,0	10,4	9,9	7,5	5,9	4,0	2,4	2,0	3,1	4,8	7,6
	Dívida Externa	5,7	4,2	3,2	3,2	4,0	3,6	4,5	5,7	5,5	4,8	3,3	2,9	2,1	2,1	1,4	1,6
Setor Público não financeiro	Total da dívida pública	20,5	18,3	16,8	17,4	19,0	18,6	20,2	22,1	19,5	16,8	13,0	10,6	9,1	12,0	12,9	15,8
	Dívida Interna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dívida Externa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Setor Público	Total da dívida pública	42,6	40,3	40,8	39,0	40,9	41,0	41,8	42,7	39,9	34,8	30,1	24,7	19,6	25,9	12,9	6,6
	Dívida Interna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Dívida Externa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Quando se observa a América Latina, Ocampo (2007) demonstra os similares períodos de acumulação de reservas propiciados pelo maior fluxo de capital. O primeiro momento, de 2004 a 2006, foi marcado pela redução dos riscos a níveis semelhantes ao período pré-crise asiática e findou-se devido às oscilações do mercado de Shangai. O segundo momento ocorreu entre 2006 e 2007, quando os fluxos de capital eram abundantes e foram interrompidos no início da crise nos EUA. Com a intensificação das divergências entre as taxas de juros praticadas pelos países latino-americanos e pelos EUA, os fluxos de capitais voltaram a circular em abundância nesses países. No Chile, a acumulação foi mais marcante na segunda e terceira fase.

O Chile adotou o regime de metas de inflação em 1991 após o Banco Central chileno ter se tornado independente do Governo. Atualmente, a política monetária tem como principal objetivo manter a inflação baixa e sustentável, flutuando em torno de 3% ao ano, com uma banda de flutuação de mais ou menos 1%. Como pode ser notado no gráfico abaixo, o primeiro efeito dos desequilíbrios econômicos dos EUA em 2007 foi a forte aceleração dos preços das commodities decorrente dos fundos especulativos que, dadas as incertezas em relação à economia norte-americana, passaram a atuar no mercado futuro de commodities o que impulsionou a valorização desses produtos. Tal aumento gerou uma aceleração da inflação em 2007 e 2008.

Tabela 15 – Índice de preço ao consumidor no período de 1995–2010 (em %)

Ano	IPC
1995	8,20
1996	6,63
1997	6,05
1998	4,66
1999	2,31
2000	4,53
2001	2,64
2002	2,82
2003	1,07
2004	2,43
2005	3,66
2006	2,57
2007	7,82
2008	7,09
2009	(1,38)
2010	1,4
2011	3,3

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Central do Chile.

A recuperação da economia chilena foi possível devido à expansão das condições fiscais e monetárias que permitiram um aumento da atividade interna ainda em 2009, acompanhado de uma redução da deterioração do mercado de trabalho e da menor restrição das condições financeiras. As taxas de inflação se mantiveram extremamente baixas nesse ano, atingindo níveis negativos, parte pela desaceleração da economia e parte pela base de comparação (2008, em que a inflação atingiu altos níveis).

A crise teve menor impacto nas economias exportadoras de minerais e energia, como o Chile, que tiveram melhoras nos termos de troca, apesar da redução dos preços das commodities no final de 2008. Essa recuperação mais acelerada dos minerais e energia se deve à manutenção da demanda chinesa por metais que se sobrepuseram à oferta desse setor devido ao baixo nível de investimento, prejudicando a capacidade de produção. Em relação às commodities agrícolas, a defasagem entre oferta e demanda pode ser corrigida em um curto espaço de tempo (ABE, 2011). Esse resultado foi extremamente importante para o Chile, dado que as commodities representam mais de 60% da conta corrente chilena, sendo o cobre responsável por mais da metade das exportações desse país.

Tabela 16 – Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)

Ano	Agricultura e pesca	Exploração de Minas	Ind. Manufatureira	Fornecimento de eletricidade, gás e água	Construção	Comércio	Transporte	Intermediação financeira	Administração pública	Extração de cobre	Produtos do petróleo
1995	5,1	8,3	16,2	2,8	7,9	11,9	7,6	21,0	12,7	-	-
1996	4,9	6,5	16,0	2,7	8,2	11,6	8,2	22,2	13,7	5,3	-
1997	4,9	6,1	15,9	2,7	8,6	11,5	8,2	22,5	14,1	4,9	-
1998	5,0	4,5	15,6	2,6	8,2	11,7	9,1	22,9	14,8	3,4	-
1999	5,1	5,7	15,8	2,5	7,0	11,1	9,0	22,4	16,0	4,4	-
2000	5,0	6,8	16,1	2,9	6,2	10,8	8,9	21,7	16,0	5,6	-
2001	4,4	6,5	16,8	2,9	6,5	10,9	9,0	21,9	16,1	5,2	-
2002	4,7	6,7	16,7	2,9	6,5	9,8	9,1	21,7	16,3	5,4	-
2003	4,8	8,4	16,4	2,9	6,9	9,7	9,2	20,8	15,9	7,0	-
2004	4,3	12,9	15,9	2,7	6,3	9,3	9,0	19,6	14,8	11,6	-
2005	4,2	15,7	14,9	2,9	6,1	9,0	8,3	19,2	14,1	14,1	-
2006	3,8	22,3	13,5	2,8	6,2	8,2	7,4	17,7	13,0	20,6	-
2007	3,6	22,8	13,1	2,6	6,4	8,1	7,1	18,1	13,2	21,1	-
2008	3,3	17,6	12,4	3,5	8,0	9,0	7,2	19,4	14,3	15,5	-
2009	3,4	15,6	12,5	4,0	7,5	9,0	7,3	20,2	16,3	13,5	-
2010	3,1	19,2	11,1	3,2	7,9	9,1	7,3	19,9	15,7	17,4	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O cenário mais otimista em relação ao desempenho da economia chilena e a decisão do Banco Central de utilizar o câmbio como instrumento de amortização da crise resultaram em maior atratividade para os fluxos de capitais que se mantiveram presentes no Chile durante o período de prostração econômica. O Chile começou a se recuperar ainda em 2009, mas a economia foi novamente afetada, dessa vez pelo terremoto que ocorreu em fevereiro de 2010. Dado o dinamismo da demanda agregada e da atividade produtiva para a reconstrução das áreas afetadas pelo terremoto, o país tendeu a se expandir economicamente em 2010 e tem mantido esse crescimento em 2011.

O reaquecimento da demanda interna foi possível devido, em parte, à redução dos estoques e da formação bruta de capital fixo (máquinas e equipamentos) e ao consumo privado, que foi o componente menos afetado pela crise devido aos estímulos expansionistas das políticas anticíclicas, ao aumento do salário real e aos melhores termos de troca, diante da redução do preço do petróleo. As importações de bens de consumo passaram a se recuperar no final de 2009, mas as importações relacionadas aos bens de investimento tiveram uma recuperação mais lenta. A queda da demanda externa, por sua vez, afetou os volumes de exportação em 2009, principalmente em relação às exportações de salmão e de minérios (BANCO CENTRAL DO CHILE, 2009). Por outro lado, a recuperação dos preços dos produtos básicos, dada a distorção entre a oferta de curto prazo e a maior demanda asiática, contrabalanceou essa redução do volume.

A crise na Europa tem assumido proporções ainda desconhecidas, o que vem criando incertezas quanto ao desempenho financeiro e econômico mundial. Os efeitos no Chile ainda são limitados, a demanda interna encontra-se aquecida, apesar da menor produção industrial. O impacto maior tem sido no mercado financeiro, o que tem guiado a decisão do Banco Central de manter a taxa de juros em um patamar mais elevado, prevenindo-se dos possíveis desequilíbrios inflacionários.

2.4 Colômbia

A década de 80, na Colômbia, é marcada por uma economia fechada, com um modelo de desenvolvimento caracterizado pela proteção à indústria

interna. Devido a isso, no início de 1990, estabeleceu-se, nesse país, o processo de abertura econômica que tinha como objetivo garantir a estabilidade macroeconômica por meio de mudanças de caráter monetário, cambial e fiscal.

O Banco Central estabeleceu o *Programa de modernización de la economía colombiana*, que incluía o processo de abertura econômica, o qual deveria conter a seguinte estratégia: 1) permitir que a taxa de câmbio fosse utilizada como variável de regulação das relações comerciais, estimulando as exportações e limitando as importações; 2) substituir as licenças de importação por outros instrumentos mais flexíveis para controle das importações (barreiras tarifárias); 3) acabar com os subsídios para as exportações (crédito do Proexpo e o CERT), para estimular uma política comercial com os outros países (HENAO, 2003).

Esse programa tinha por objetivo criar medidas de controle para evitar as práticas ilegais de comércio (contrabando, dumping), criar mecanismos institucionais e financeiros que permitissem a entrada de recursos para os setores produtivos, medida que se apoiava na intenção de realizar um programa de modernização industrial e importação de tecnologia que contaria com uma melhora da infraestrutura colombiana (melhorias do transporte rodoviário, ferroviário e marítimo).

Assim, em fevereiro de 1990, o Banco Central colombiano anunciou um programa de abertura econômica de caráter gradualista, composto por duas etapas. A primeira consistia em substituir as licenças por quotas de importação com o intuito de permitir que a indústria se adequasse à competição de produtos externos, por meio da proteção tarifária e da desvalorização da taxa de câmbio. A segunda etapa consistiria na redução dessas tarifas ao longo de três anos, atingindo o nível de abertura adequado. Essas medidas tinham como objetivo melhorar o setor produtivo interno, para que as indústrias nacionais pudessem se tornar competitivas no mercado internacional (GARAY, 2004).

Em 1991, como parte do processo de reestruturação econômica, o governo decidiu que parte das operações financeiras passaria a ser realizadas por instituições intermediárias financeiras, reduzindo o monopólio do Banco Central sobre o controle monetário. Além disso, os investimentos externos foram incentivados por meio do programa de liberação do capital externo, que

consistia na equivalência entre os investidores nacionais e estrangeiros (GARAY, 2004).

As incertezas em relação ao Balanço de Pagamentos, decorrente do colapso do Pacto Internacional do Café, modificaram a atuação do governo Gaviria, que passou a acelerar o processo de desvalorização da moeda. Esse processo de desvalorização provocou um aumento dos preços internos, o que criou a necessidade do Banco Central atuar no mercado aberto para minimizar os efeitos monetários sobre o acúmulo de reservas. Além disso, procurou-se reduzir os gastos públicos (o que não foi possível) e acelerar o processo de abertura econômica como medida para reduzir a pressão sobre a taxa de câmbio. Essas medidas resultaram em um crescimento acelerado da demanda interna que impactou, diretamente, o crescimento do PIB, impulsionado também pelo aumento do gasto público.

Esse processo de abertura econômica impulsionou o aumento das importações que, em contrapartida, foi financiado pelos investimentos externos e pela expansão do crédito, (de acordo com o programa, as importações seriam financiadas pela aceleração das exportações). Essa situação ocorreu devido à redução da produção nacional dos bens comercializados internacionalmente, uma vez que o peso se encontrou valorizado frente ao dólar dada a maior entrada de capital externo por meio do financiamento externo público e privado.

Com relação ao PIB, os resultados dos anos 90 na Colômbia, se devem, entre outros fatores, à variação cambial, provocada pela variação dos preços do petróleo, o que resultou em um endividamento crescente do setor privado, agravado, em 1996, pelo aumento do endividamento público, dada a restrição orçamentária.

Tabela 17 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) na Colômbia no período de 1995-2010

Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	5,2	5.532	3,3
1996	2,1	5.643	0,2
1997	3,4	5.845	1,6
1998	0,6	5.853	(1,2)
1999	(4,2)	5.593	(5,8)
2000	4,4	5.867	2,7
2001	1,7	6.001	0,0
2002	2,5	6.152	0,9
2003	3,9	6.428	2,3
2004	5,3	6.855	3,7
2005	4,7	7.305	3,1
2006	6,7	7.926	5,1
2007	6,9	8.594	5,3
2008	3,5	8.960	2,0
2009	1,5	9.125	0,0
2010	4,3	9.462	2,9

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

A crise econômica dos países emergentes em 1998 provocou fortes impactos na economia colombiana devido à vulnerabilidade das contas fiscais e ao endividamento do setor privado. Essa situação provocou a suspensão do financiamento externo, a deterioração das contas internas, contração econômica e resultados negativos do PIB em 1999. Dado esse cenário de incertezas, a Colômbia fez um acordo com o FMI, que permitiu, ao longo dos anos, a aplicação de uma política mais expansiva em relação aos gastos do governo, o que implicou o aumento da dívida pública de forma crescente até o ano de 2003.

Nos anos 2000, a economia colombiana manteve um PIB crescente devido a uma conjunção de fatores internos e da recuperação da demanda externa. A recuperação da atividade econômica externa, principalmente dos EUA, reduziu os impactos negativos decorrentes da contração da demanda venezuelana. Além disso, houve um aumento generalizado dos preços dos produtos básicos, o que aumentou consideravelmente as exportações colombianas. Esse crescimento econômico externo permitiu uma maior

remessa de dólares por parte dos colombianos que vivem no exterior, e aumento dos investimentos diretos externo na Colômbia.

A demanda interna foi estimulada pelo aumento dos investimentos internos provocados, por sua vez, pela baixa taxa de juros aplicada pelo Banco Central colombiano, o que permitiu uma maior atuação do setor privado na economia. Além disso, em 2003 o Governo passou a conceder incentivos para estimular os investimentos por meio da redução de 30% do valor investido do montante do imposto de renda. Diante dos incentivos para investimento e o aumento do crédito interno relacionado com o consumo, a economia colombiana passou a ser menos dependente do financiamento externo, reduzindo, assim, a participação da dívida externa do Governo Central e do Setor Público não financeiro em relação à dívida pública total (de 2003 à 2010, a redução foi de 48,8% e 48,3%, respectivamente). Além disso, o crescimento do PIB colombiano e a valorização do peso em relação ao dólar tem reduzido a relação dívida externa/PIB do país.

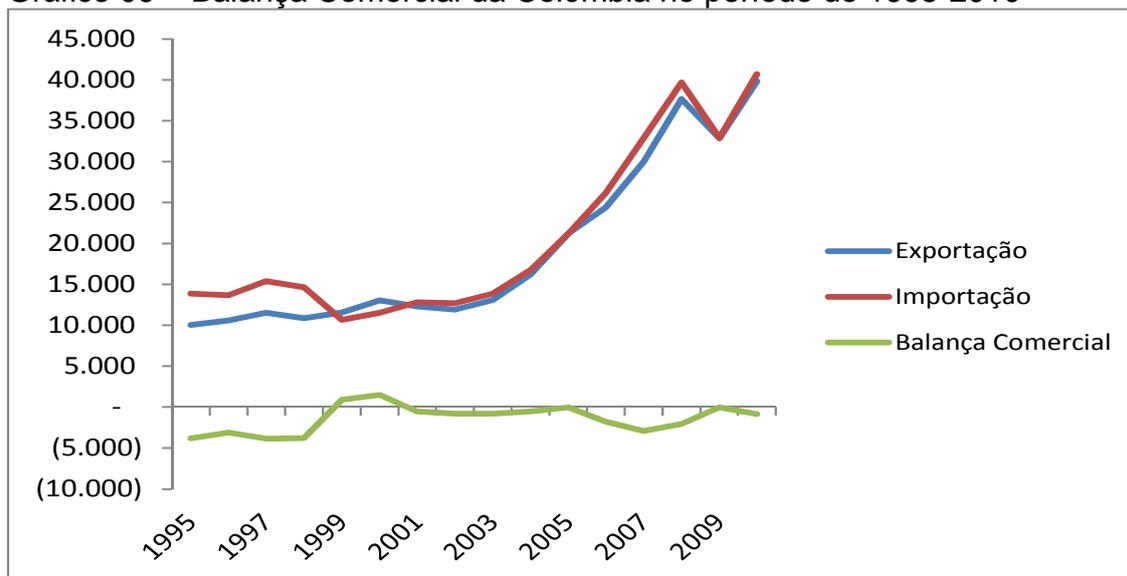
A crise econômica do *subprime* teve seu maior impacto no PIB colombiano em 2009, que se manteve positivo, apesar da desaceleração da economia. Impulsionada pela demanda interna (forte recuperação do setor de bens duráveis, em especial do setor de veículos e eletrodomésticos) e o crescimento do setor de mineração (principalmente carvão e petróleo), a Colômbia recuperou o crescimento econômico em 2010, mantendo estáveis as taxas de inflação, mesmo em um cenário de apreciação da moeda nacional e aumento da atividade econômica (CEPAL, 2010).

Com relação ao desempenho da Balança Comercial, a entrada de capital externo, devido às receitas do petróleo e aumento do financiamento externo, provocou uma reavaliação cambial que impactou diretamente no equilíbrio das contas referentes ao comércio internacional, aumentando as importações e reduzindo a participação das exportações sobre o montante total. A balança comercial se manteve superavitária somente em 1999 e 2000, mas o crescimento das exportações, dado o volume importado, não foi suficiente para equilibrar a balança comercial colombiana.

Entre os países estudados, o México e a Colômbia são os que apresentaram o pior resultado da Balança Comercial. Isso se deve à grande necessidade de importação de algumas commodities que tiveram um aumento

significativo de preços. Além disso, a Colômbia, devido ao aumento da atividade econômica interna, passou a demandar um volume maior de bens de capital e bens intermediários (matéria-prima), principalmente em 2006/2007, quando se agravou o déficit na balança comercial.

Gráfico 09 – Balança Comercial da Colômbia no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

A nova Constituição colombiana de 1991 provocou aumento do gasto público devido ao maior volume de transferências que o Governo Central teve que garantir para os governos municipais e regionais, em razão dos maiores investimentos públicos em saúde e das pensões dirigidas aos trabalhadores. O aumento do gasto público durante os anos teve como contrapartida o aumento da arrecadação por meio das reformas tributárias. Essas foram instituídas pelo governo nos anos 2000 e consistiram no ajuste do imposto de renda, do IVA (imposto sobre o valor agregado) e do imposto sobre o patrimônio. Essas medidas, somadas a outras relacionadas ao investimento privado e ao combate à evasão fiscal, permitiram um aumento da arrecadação fiscal, desde 2001, por parte do Governo e suas instituições.

Tabela 18 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral da Colômbia no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	11,27	11,92	12,73	12,05	11,89	11,81	13,37	13,23	13,57	14,27	14,74	15,57	15,67	15,38	14,85
Governo Geral	13,17	13,98	14,85	14,23	14,25	14,06	15,6	15,57	16,09	16,84	17,49	18,32	18,43	-	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Tais ações ocorreram concomitantemente ao processo de melhoria do perfil da dívida pública por meio da redução do risco cambial e dos problemas de liquidez (LOZANO, 2010). Mas o aumento da arrecadação tributária não foi suficiente para cobrir os gastos governamentais, aumentando, assim, a dívida pública interna ao longo dos anos. Com relação ao resultado primário, o Governo Central colombiano apresentou déficit em quase todos os anos, com exceção de 2006-2008 dado a maior arrecadação proveniente da expansão econômica e da reforma tributária. O setor público não financeiro, por sua vez, tem mantido o resultado primário mais equilibrado.

Na fase de expansão econômica entre 2003-2007, os resultados públicos colombianos apresentaram melhoras, tendendo a equilibrar-se por meio da redução dos déficits da administração central e geração de excedentes do setor descentralizado, provenientes, principalmente, das receitas relacionadas ao petróleo (*Fondo de Estabilización Del Petróleo*). Esse melhor desempenho fiscal pode ser resultado das reformas para aumentar a receita pública e evitar um crescimento desordenado do gasto público que, alinhado ao crescimento econômico interno e externo da economia, permitiram a expansão da demanda interna e do produto nacional.

Entretanto, com o desdobramento da crise econômica em 2009 e a necessidade de atuação do Governo por meio de políticas anticíclicas, houve redução das receitas tributárias e aumento dos gastos públicos, aumentando, assim, o montante da dívida interna do Governo Central e do Setor público não financeiro. Em 2010, a Colômbia, procurou criar medidas de aumento da arrecadação tributária e estabilizar o gasto público por meio do *Fondo de*

Ahorro y Estabilización, mas os níveis de arrecadação provenientes das atividades do petróleo (menor pagamento de tributos por parte da ECOPETROL) e da arrecadação do imposto de renda ainda não foram recuperados. Assim, a dívida pública manteve níveis similares à 2009 devido a deterioração dos déficits primários.

Tabela 19 – Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)

Discriminação		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
Governo Central	Receita total e doações	9,5	10,0	10,4	10,0	10,5	10,9	12,2	12,4	12,7	13,0	13,5	14,7	15,0	15,6	15,2	13,7	
	Receita corrente	8,4	8,8	9,4	9,1	9,1	9,7	11,2	11,2	11,6	12,0	12,5	13,4	13,5	13,5	12,9	12,3	
	Receita de capital	1,1	1,1	1,0	1,0	1,4	1,2	1,0	1,2	1,0	0,9	1,0	1,2	1,5	2,1	2,3	1,4	
	Gasto total e empréstimo líquido	12,1	14,0	14,1	14,4	16,9	15,6	17,0	17,4	16,9	17,4	17,5	18,1	17,7	17,9	19,3	17,5	
	Gastos correntes	10,2	11,7	11,8	12,9	15,1	13,9	15,1	15,7	15,5	16,3	16,1	16,6	15,7	15,7	16,9	15,6	
	Gastos de capital	2	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
	Resultado primário	-1,6	-2,4	-2,0	-2,0	-3,6	-1,5	-1,5	-1,9	-0,7	-1,1	-1,1	0,1	0,8	0,6	-1,1	-1,0	
Setor Público não financeiro	Receita total e doações	23,3	26,0	26,3	25,6	28,4	28,2	29,3	28,8	29,7	31,0	29,5	30,0	30,0	-	-	-	
	Receita corrente	21,7	24,0	24,1	23,8	27,6	27,9	29,3	28,8	29,7	31,0	29,5	30,0	30,0	-	-	-	
	Receita de capital	1,6	2,0	2,1	1,9	0,8	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	
	Gasto total e empréstimo líquido	23,6	27,4	28,6	28,7	31,8	31,6	32,7	31,7	31,9	31,8	29,8	30,8	31,1	-	-	-	
	Gastos correntes	15,9	18,0	18,9	20,8	24,8	24,6	25,6	24,9	25,2	25,5	25,0	25,3	24,7	-	-	-	
	Gastos de capital	7,7	9,4	9,7	7,9	7,0	6,9	7,1	6,7	6,7	6,4	4,8	5,5	6,4	-	-	-	
	Resultado primário	2,5	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,3	0,6	0,8	1,8	2,9	3,1	3,0	2,8	-	-	-	

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O crescimento da dívida interna é consequência do resultado primário negativo, criando assim a necessidade de financiar os gastos públicos em bens e serviços. Isso significa que além dos investimentos públicos, o gasto corrente do governo tem sido financiado pelo endividamento público, já que, desde 1998, os gastos correntes do governo têm sido superiores às receitas da arrecadação tributária. Devido a isso, a aceleração da dívida interna (principalmente a relacionada ao Governo Central que aumentou 11,2% no intervalo 2003-2010) resultou, em 2010, no valor de 34,7% da dívida pública total em relação ao PIB.

Parte da dívida pública gerada em 1996 foi financiada por órgãos do governo como o *Instituto del Seguro Social* e a *Ecopetrol*, dado um acordo que previa que os excedentes dessas instituições deveriam ser investidos em títulos do Governo. A partir de 2000, com o controle da inflação, esses títulos passaram a ser comercializados entre a população, permitindo um maior financiamento público (KALMANOVITZ, 2004). Assim, o desenvolvimento recente do mercado da dívida pública tem propiciado ao governo financiar e recompor o perfil da dívida (atualmente esse mercado é composto majoritariamente por Títulos do Tesouro (TES) que ainda são limitados e parte deles pode ser considerada como ilíquidos) (HERAULT e RINCÓN, 2008); tal fato tem gerado, em razão do comportamento do governo, um maior endividamento público. Essa dívida interna também vem crescendo devido aos gastos com juros das dívidas e a política monetária e cambial adotada (déficit das transações correntes).

Tabela 20 – Dívida Pública da Colômbia no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	11,7	12,1	14,9	18,5	24,8	31,0	36,9	41,7	42,6	38,9	39,1	37,5	32,9	33,2	34,7	34,7
	Dívida Interna	4,8	5,5	7,4	8,9	12,1	15,6	18,4	20,7	21,5	21,6	25,1	23,8	21,9	21,8	23,1	23,9
	Dív. Externa	6,8	6,6	7,5	9,7	12,6	15,3	18,5	21,0	21,1	17,3	14,0	13,7	11,1	11,4	11,7	10,8
Setor Público não financeiro	Total da dívida pública	-	24,2	27,8	32,1	41,0	47,6	51,9	58,6	56,6	51,6	50,1	47,4	43,8	42,6	44,8	45,8
	Dívida Interna	-	14,10	16,70	18,40	23,70	28,20	29,80	33,80	32,60	32,30	34,40	32,40	30,70	29,30	31,30	33,40
	Dív. Externa	-	10,10	11,10	13,70	17,30	19,40	22,00	24,80	24,00	19,40	15,60	15,10	13,10	13,30	13,50	12,40

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Como pode ser notado na tabela abaixo, a conta corrente se manteve deficitária em todos os anos analisados, com exceção de 1999 e 2000, quando a Balança Comercial se manteve superavitária. Os resultados deficitários são explicados pelos resultados negativos da Balança Comercial, que têm sido compensados com a entrada de capitais, sendo os investimentos diretos externos responsáveis por mais da metade do incremento de valor de suas contas de capitais. Dessa forma, a conta financeira tem contribuído para o resultado do Balanço de Pagamento, o que tem impactado diretamente o montante das reservas.

Tabela 21 – Balanço Patrimonial da Colômbia no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(4.528)	4.560	(2)
1996	(4.642)	6.683	(1.721)
1997	(5.751)	6.588	(277)
1998	(4.858)	3.314	1.390
1999	671	(555)	315
2000	795	59	(870)
2001	(1.077)	2.447	(1.218)
2002	(1.296)	1.304	(138)
2003	(979)	657	184
2004	(911)	3.205	(2.541)
2005	(1.886)	3.236	(1.729)
2006	(2.988)	2.890	(23)
2007	(5.978)	10.347	(4.698)
2008	(6.823)	9.492	(2.623)
2009	(5.011)	6.254	(1.347)
2010	(8.855)	11.804	(3.136)
2011	(10.927)	15.210	(4.283)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Com relação ao comportamento das reservas, o Banco de la República Colombiano (2009) divide a composição das reservas em dois componentes: o capital de trabalho e a seção de investimento. O primeiro está relacionado à necessidade imediata de utilização das reservas e é constituído dos recursos provenientes do mercado cambial, concentrando-se em ativos de curtíssimo prazo em dólar. A seção de investimento é constituída de ativos de prazos

maiores, com intuito de gerar uma melhor rentabilidade, sem perder a característica de ser líquido.

Assim, para um ativo externo ser considerado um ativo de reserva, deve estar sob o controle da autoridade monetária e ser líquido. Dadas essas características, o ouro (que diversifica o risco das reservas), os ativos denominados em moeda estrangeira e os recursos advindos do FMI podem ser passíveis de constituir a reserva internacional (BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIANO, 2009). As reservas internacionais colombianas são constituídas por instrumentos financeiros no mercado internacional, pelas reservas de ouro, pelos convênios internacionais, pelos aportes no Fundo Latino-americano de Reservas (FLAR) e no FMI, pelos acordos de recompra a um dia do FED, pelas letras do Tesouro norte-americano, depósitos negociáveis com o Banco de Pagamento Internacional (FIXBIS) e depósitos de um dia com instituições bancárias supranacionais.

O *Banco de la República* Colombiano, com aprovação da Constituição Política Colombiana, tem a função de administrar as reservas internacionais, respeitando os critérios de seguridade, liquidez e rentabilidade (BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIANO, 2009). Essa política foi adotada em concomitância à flexibilização do mercado cambial em 1991, por meio do sistema de bandas cambiais, que tinha o intuito de incentivar os investimentos externos e desenvolver as relações comerciais. Para complementar essa política, foi instituída em 1999 a liberalização da flutuação cambial que, desde então, tem sido indiretamente controlada por meio do uso das reservas internacionais.

2.5 México

Atualmente, o México é caracterizado por um modelo de economia aberta com enfoque exportador, em que o crescimento econômico está relacionado à política de controle da inflação, corrigindo os desequilíbrios do balanço de pagamento. Esse modelo econômico foi instituído na década de 90 por meio da reforma estrutural, cujo foco o crescimento de longo prazo. Salinas de Gortari, no intuito de aplicar o modelo de economia aberta e consolidar a estabilidade econômica mexicana, estabeleceu reformas com foco em

substituir a ação do Estado pela autonomia do mercado, mudar o foco da economia para o crescimento externo, reduzir a atuação do Estado empresário e desregular a economia em todos os âmbitos.

Essa política difere das adotadas em décadas anteriores, como nos anos 80, em que a participação do Estado na economia se fazia presente em todos os setores. Nessa época, o crescimento da economia mexicana dependia da geração de superávits comerciais para contrabalancear os déficits de sua balança de serviços e de capitais. Os superávits mexicanos de conta corrente eram incentivados pelo turismo e pelas baixas cobranças de fretes e seguros, dada a proximidade com os EUA.

Com a desregulamentação comercial e financeira, predominou-se a entrada de capital especulativo/financeiro no país, e os déficits comerciais passaram a se tornar cada vez maiores, implicando um déficit na conta corrente difícil de ser equilibrado pela conta de capitais, situação ainda mais complexa dado o regime de câmbio semi-fixo que resultou em desequilíbrio externo e perda de reservas.

Assim, dado esse cenário de instabilidade econômica, o aumento da taxa de juros norte-americana e, conseqüentemente, o maior *gap* entre o *fed-funds* e a taxa de mercado mexicana, houve fuga do capital externo, o que aumentou ainda mais os desequilíbrios do balanço de pagamento que passaram a ser financiados por endividamento externo (os EUA doaram 20 bilhões de dólares, o FMI doou 18 bilhões, o BIS repassou 10 bilhões e os bancos comerciais repassaram 3 bilhões). As conseqüências da crise da “Tequila” podem ser notadas no gráfico abaixo, que apresenta resultado negativo do PIB em 1995.

Tabela 22 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no México no período de 1995-2010

Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	(6,2)	6.800	(7,8)
1996	5,1	7.163	3,4
1997	6,8	7.653	5,0
1998	4,9	7.990	3,2
1999	3,9	8.289	2,3
2000	6,6	9.017	5,1
2001	(0,2)	9.087	(1,5)
2002	0,8	9.318	(0,5)
2003	1,4	10.671	0,1
2004	4,1	11.300	2,8
2005	3,2	12.191	1,9
2006	5,2	13.326	3,8
2007	3,3	14.146	2,0
2008	1,2	14.741	(0,1)
2009	(6,1)	13.798	(7,3)
2010	5,4	14.498	4,1

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

As políticas adotadas para saída da crise de 1994 implicaram uma retração do PIB e desvalorização cambial, o que passou a gerar resultados positivos da balança comercial, importantes para equilibrar a conta corrente e realizar os pagamentos do auxílio recebido em 1994. As políticas de ajuste e equilíbrio das contas internas passaram a atrair novamente o capital externo e retomando-se o crescimento econômico a partir de 1996. Mas, dado o aumento da produtividade, a balança comercial voltou a se tornar deficitária, o que resultou na manutenção dos déficits da conta corrente (como pode ser observado na tabela abaixo) e, conseqüentemente, em uma política mais restritiva por meio do aumento da taxa de juros em 1999. Essa medida teve como contrapartida a valorização da moeda nacional e a redução da conta de capitais que resultaram em desequilíbrios do balanço de pagamento e o uso das reservas internacionais.

O México, no período analisado, sempre apresentou déficits da conta corrente alimentados pelos resultados negativos da balança comercial. O equilíbrio do balanço de pagamento tem sido possível em decorrência da constante entrada dos investimentos externos, que têm gerado superávit na conta financeira (conta de capital). As reservas, por sua vez, têm sido mais um

instrumento de sustentação para essa política de desequilíbrios das contas nacionais.

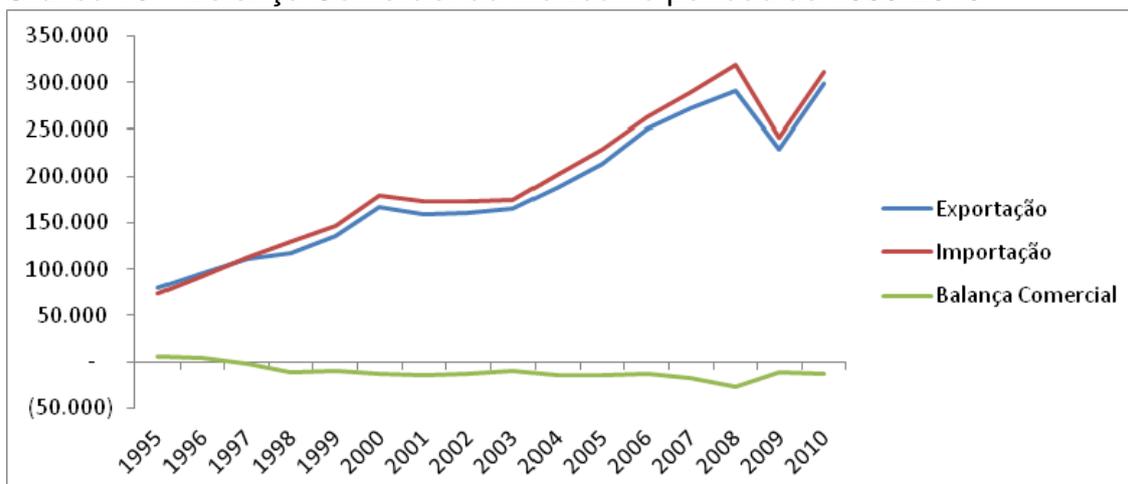
Tabela 23 – Balanço Patrimonial do México no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(1.576)	(10.487)	16.312
1996	(2.537)	13.298	(10.997)
1997	(7.695)	24.445	(19.162)
1998	(16.017)	20.097	(3.170)
1999	(14.022)	18.258	(4.250)
2000	(18.743)	25.086	(8.045)
2001	(17.714)	30.192	(9.228)
2002	(14.155)	22.229	(5.846)
2003	(7.161)	20.193	(8.341)
2004	(5.237)	15.274	(5.166)
2005	(5.861)	19.491	(9.904)
2006	(4.487)	3.148	(2.206)
2007	(9.309)	24.647	(10.856)
2008	(16.344)	28.919	(8.079)
2009	(6.359)	18.359	(4.528)
2010	(5.724)	38.521	(20.615)
2011	(11.998)	32.499	(20.501)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

A política exterior mexicana é marcada por uma forte dependência econômica dos EUA. O processo de integração regional mexicano se deu, primeiramente, na década de 80, com o governo de Miguel de La Madrid e foi mantido ao longo dos anos, se consolidando com a assinatura do NAFTA, em 1994, e a manutenção dessa política ao longo dos governos subsequentes. A continuidade desse processo e a maior dependência mexicana do crescimento norte-americano caracterizam a principal vulnerabilidade econômica do México, uma vez que mais de 80% das exportações desse país se destinam aos países da América do Norte (desse volume, mais de 90% correspondem às exportações para os EUA), principalmente as exportações das indústrias maquiladoras que têm no mercado dos EUA o principal consumidor.

Gráfico 10 – Balança Comercial do México no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

Além do NAFTA ter resultado em uma forte dependência mexicana dos capitais e da demanda dos EUA, como pode ser notado no gráfico acima, esse acordo resultou em um déficit da balança comercial do México, dada a maior necessidade de importação de bens de consumo e de capital não relacionados ao petróleo (como pode ser notado no anexo, a balança comercial mexicana petrolífera superavitária não consegue reverter o déficit da balança comercial de produtos não relacionados ao petróleo), uma vez que a livre entrada de produtos primários dos EUA resultou na deterioração do setor agrícola mexicano, principalmente da produção de milho, arroz, feijão e sorgo. Essa maior necessidade de importação de produtos primários resultou em um maior déficit da balança comercial em 2007-2008 dado o aumento dos preços das commodities no cenário mundial.

Com relação às contas públicas, o México apresentou, ao longo dos anos, uma deterioração do resultado primário devido ao aumento dos gastos públicos, sem que houvesse, como contrapartida, o aumento da receita, uma vez que a arrecadação tributária representa menos de 15% do PIB. Esse resultado primário negativo tem resultado em aumento da dívida interna, dada a necessidade de financiamento dos gastos públicos em bens e serviços.

Tabela 24 – Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Receita total e doações	13,9	14,2	14,6	12,9	13,4	14,4	14,7	14,4	15,0	14,8	15,3	15,1	15,2	16,8	16,8	15,9
	Receita corrente	13,9	14,2	14,6	12,9	13,4	14,4	14,7	14,4	15,0	14,8	15,3	15,1	15,2	16,8	16,8	15,9
	Receita de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gasto total e empréstimo líquido	14,6	14,6	15,9	14,5	15,0	15,8	15,7	16,4	16,3	16,0	16,4	16,8	17,1	18,4	19,0	18,7
	Gastos correntes	13,0	12,9	14,1	13,0	13,6	14,3	14,2	14,4	14,6	13,9	13,9	14,2	14,2	14,9	16,4	16,1
	Gastos de capital	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,5	1,5	2,0	1,8	2,2	2,5	2,7	2,9	3,5	2,6	2,6
	Resultado primário	2,0	2,2	0,9	0,4	0,8	0,5	1,1	(0,3)	0,4	0,3	0,5	(0,3)	(0,5)	(0,2)	(0,5)	(1,2)
Setor Público não financeiro	Receita total e doações	20,8	20,9	21,1	18,5	19,0	19,6	20,0	20,2	21,2	20,7	21,1	21,9	22,0	23,5	23,7	22,6
	Receita corrente	20,8	20,9	21,1	18,5	19,0	19,6	20,0	20,2	21,2	20,7	21,1	21,9	22,0	23,5	23,7	22,6
	Receita de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gasto total e empréstimo líquido	20,9	21,0	21,7	19,7	20,0	20,6	20,6	21,3	21,8	20,9	21,2	21,8	22,0	23,6	26,0	25,5
	Gastos correntes	18,0	17,7	18,5	16,9	17,5	18,2	18,2	18,4	19,2	17,9	18,3	18,7	18,4	19,2	20,9	20,6
	Gastos de capital	2,9	3,3	3,2	2,8	2,5	2,4	2,4	2,9	2,6	3,0	3,0	3,1	3,6	4,4	5,1	4,9
	Resultado primário	3,5	3,2	1,9	1,3	1,8	1,3	1,7	0,9	1,6	1,7	1,9	2,1	1,9	1,6	(0,4)	(1,0)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Mesmo com a redução do endividamento externo após a crise em 1994, o governo de Zedillo aumentou o endividamento interno e os passivos acumulados na balança comercial, situação que só foi resolvida com a utilização dos fundos de pensão para reduzir os passivos internos. A poupança interna passou a ser priorizada para aumentar os investimentos e a formação de capital. Além disso, mantiveram-se as políticas de controle de gasto, restrição monetária e flexibilidade cambial. Com tais medidas, a inflação se manteve reduzida e o país voltou a crescer no intervalo de 1996-2000. Esse período de crescimento foi interrompido com a crise dos EUA no início dos anos 2000, o que resultou em baixo crescimento da economia mexicana entre 2001-2003 (SALINAS e CORTÉS, 2007).

A recuperação do crescimento do PIB a partir de 2004 veio acompanhada do aumento dos gastos públicos que resultaram, em 2006, em déficit primário do Governo Central e, conseqüentemente, da necessidade de financiamento, aumentando, assim, o endividamento interno. O endividamento interno deteriorou-se em todas as instituições públicas em 2009 devido à redução da demanda interna provocada pela crise imobiliária norte-americana e a necessidade do governo em aumentar os gastos públicos (principalmente o Setor Público não financeiro) para estimular a economia mexicana. Além disso, em relação ao petróleo e ao gás natural, o México tem enfrentado um problema na sua produção em virtude dos baixos investimentos na empresa estatal de petróleo – Pemex – o que tem gerado redução das receitas fiscais mexicanas, uma vez que as exportações do petróleo representam 30% da arrecadação fiscal.

Tabela 25 – Dívida Pública do México no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	37,3	28,4	23,5	25,4	23,3	21,2	20,5	21,9	22,1	20,7	20,3	20,6	20,9	24,4	28,1	27,5
	Dívida Interna	7,7	6,9	7,9	9,0	10,1	11,2	12,0	13,2	13,4	12,8	13,5	16,2	16,8	19,7	22,7	22,1
	Dívida Externa	29,5	21,4	15,6	16,4	13,3	10,0	8,5	8,7	8,7	7,9	6,8	4,4	4,1	4,6	5,4	5,4
Setor Público não financeiro	Total da dívida pública	47,4	35,6	29,3	31,2	28,3	25,3	24,1	25,7	26,1	24,2	22,9	22,6	22,7	26,9	34,9	34,0
	Dívida Interna	9,1	7,8	8,8	9,6	10,9	11,8	12,6	13,8	14,4	13,8	14,5	16,8	17,3	20,5	24,3	23,6
	Dívida Externa	38,3	27,9	20,5	21,6	17,4	13,5	11,5	11,8	11,8	10,4	8,4	5,8	5,3	6,3	10,6	10,4
Setor Público	Total da dívida pública	47,4	35,6	29,3	31,2	28,3	25,3	24,1	25,7	26,1	24,2	22,9	22,6	22,7	26,9	34,9	34,0
	Dívida Interna	9,1	7,8	8,8	9,6	10,9	11,8	12,6	13,8	14,4	13,8	14,5	16,8	17,3	20,5	24,3	23,6
	Dívida Externa	38,3	27,9	20,5	21,6	17,4	13,5	11,5	11,8	11,8	10,4	8,4	5,8	5,3	6,3	10,6	10,4

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Dada a prostração econômica internacional, as principais fontes de recursos externos no México recuaram devido: 1) à redução de dólares enviados pelos imigrantes que residem nos EUA (que já vinham se desacelerando desde 2006); 2) à retração das exportações das indústrias maquiladoras e 3) à depreciação das exportações de petróleo que, no primeiro momento, vez que a redução do preço do barril provocou uma contração das receitas da PEMEX. A redução desses fluxos comerciais e dos fluxos de capitais provocaram impactos na receita fiscal, altamente dependente dos recursos naturais, uma vez que a receita orçamentária é fortemente dependente da cotação do petróleo.

Além dos fortes impactos na economia real devido à crise imobiliária norte americana, o México tem passado por problemas sociais relacionados à guerra ao narcotráfico estabelecida pelo presidente Felipe Calderón a partir de 2006. Além disso, o México enfrentou problemas relacionados ao vírus H1N1 que reduziu, ainda mais, a entrada de turistas e desaqueceu o setor de serviços, visto como uma alternativa para reativar a economia interna por meio do aquecimento da demanda, uma vez que esse setor representa mais de 60% do PIB mexicano, como pode ser notado abaixo.

Tabela 26 – Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)

Ano	Agricultura e pesca	Exploração de Minas	Ind. Manufatureira	Fornecimento de eletricidade, gás e água	Construção	Comércio	Transporte	Intermediação financeira	Administração pública
1995	5,4	7,8	21,3	1,3	4,9	17,9	8,6	27,3	12,8
1996	6,0	6,9	21,9	1,2	5,0	18,3	8,7	22,2	11,9
1997	5,5	6,8	21,7	1,2	5,3	18,1	9,0	19,7	12,3
1998	5,2	6,2	21,8	1,3	5,6	17,1	9,3	20,4	12,8
1999	4,6	6,4	21,5	1,3	5,9	17,1	9,6	19,7	13,4
2000	4,0	6,3	20,6	1,1	6,2	18,2	9,6	17,9	13,7
2001	4,1	6,1	19,8	1,2	6,1	17,6	9,7	18,0	14,6
2002	3,9	6,0	19,1	1,4	6,1	17,2	9,2	20,0	15,2
2003	3,8	5,9	18,2	1,3	6,2	17,3	8,8	19,5	15,5
2004	3,5	6,9	18,2	1,4	6,5	17,4	8,8	19,1	14,5
2005	3,2	7,0	18,0	1,4	6,6	17,6	9,1	19,9	14,4
2006	3,2	8,3	18,4	1,4	6,9	17,4	9,1	19,3	14,0
2007	3,2	8,7	18,1	1,5	6,8	17,3	9,1	19,3	13,9
2008	3,3	9,8	17,7	1,5	7,1	17,4	8,9	19,4	14,0
2009	3,4	7,6	17,4	1,2	6,9	16,8	9,2	20,0	15,2
2010	3,4	8,3	17,5	1,2	6,4	17,9	9,3	18,9	14,8

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

No entanto o México, em 2010, apresentou uma recuperação parcial de sua economia, sustentada pelo aumento das exportações dirigidas, principalmente, para países latino-americanos. A demanda interna se mantém ainda impactada pela crise que provocou, entre outras consequências, uma queda do salário real e uma débil recuperação do mercado de trabalho. Essa moderada recuperação econômica, somada à capacidade ociosa existente, tem mantido a taxa de inflação controlada.

3.6 Peru

O desempenho econômico peruano foi resultado do posicionamento da política econômica do governo. Assim, quando analisamos historicamente esse país, após o governo turbulento de Alan García, com inúmeras acusações de corrupção e suas políticas voltadas para a Indústria de Substituição de Importação (IPI), o Peru se encontrava, no início da década de 90, em uma situação de difícil controle econômico, com grandes déficits públicos e hiperinflação. Fujimori assumiu o governo em 1990 e instituiu uma política de abertura econômica por meio da eliminação das medidas de controle de preços e o fim dos subsídios aos artigos de consumo básico, além de instituir um programa de austeridade no intuito de controlar as contas fiscais e permitir a flutuação cambial. Tais medidas resultaram em um crescimento do PIB que não foi acompanhado pela redução das taxas de desemprego e das desigualdades de renda da população que ainda persistem na economia peruana.

Desde então, foi instituída uma política econômica de maior participação do capital privado por meio das privatizações realizadas a partir de 1990 nos setores de extração de minério, eletricidade e telecomunicações. O programa de privatizações procurou, também, reduzir os déficits públicos e resolver o problema limitante do modelo econômico anterior, que consistia na falta de poupança interna e de recursos para o financiamento, o que reduzia ainda mais a capacidade para realizar investimentos econômicos no Peru.

Assim, o Peru alcançou altas taxas de crescimento do PIB, como pode ser notado na tabela abaixo, alimentado, principalmente, pela demanda interna de matérias primas, pela livre entrada de capital externo e pela demanda proveniente da China, Índia e EUA, que incentivaram o investimento direto externo a se instalar

nos setores peruanos de altíssima rentabilidade. Tem-se, então, um modelo econômico primário exportador, com alto crescimento do PIB, mas extremamente vulnerável aos impactos externos.

Tabela 27 – Variação do PIB (em %) e do PIB per capita (PPP* e em %) no Peru no período de 1995-2010

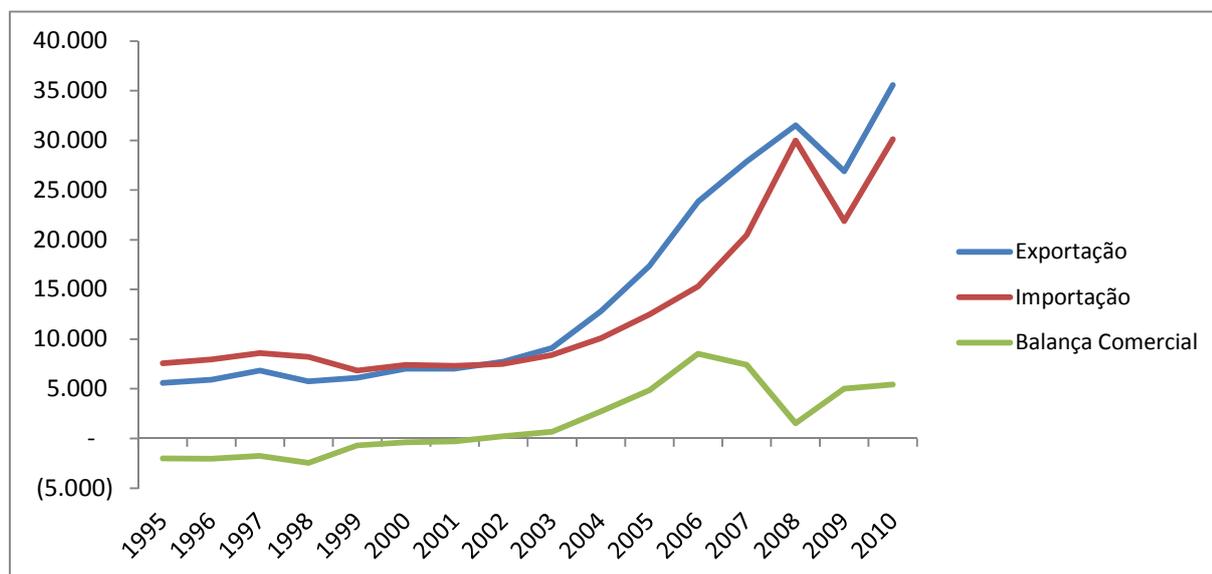
Ano	PIB (%)	PIB per capita (PPP)	PIB per capita (%)
1995	8,6	4.329	6,7
1996	2,5	4.438	0,7
1997	6,9	4.752	5,1
1998	(0,7)	4.705	(2,3)
1999	0,9	4.742	(0,7)
2000	3,0	4.913	1,4
2001	0,2	4.965	(1,2)
2002	5,0	5.229	3,6
2003	4,0	5.488	2,7
2004	5,0	5.853	3,7
2005	6,8	6.387	5,6
2006	7,7	7.027	6,6
2007	8,9	7.794	7,7
2008	9,8	8.653	8,7
2009	0,8	8.791	(0,2)
2010	8,8	9.538	7,6

* PPP (paridade de poder aquisitivo) do PIB é o produto interno bruto convertido em dólares internacionais usando as taxas de paridade de poder aquisitivo. Os dados estão em dólares correntes internacionais.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Mundial (disponível em: <http://databank.worldbank.org>)

O aumento dos investimentos provenientes do processo de privatização e a valorização da moeda nacional provocaram um crescimento das importações de bens de capital e insumos, o que provocou um déficit na Balança Comercial que só foi revertido em 2002, com o aumento do preço das commodities. Esse déficit da balança comercial, diretamente relacionado ao déficit do setor privado, foi financiado ao longo dos anos pela entrada de capitais externos na forma de investimento direto e de curto prazo (capital especulativo que buscava os altos rendimentos do mercado bancário e da bolsa de valores peruana). Entretanto, com a crise do final dos anos 90 nos países emergentes e a fuga de capital externo, os déficits crescentes da balança comercial passaram a ser financiados pelas reservas internacionais. Para reverter essa situação, o governo optou por uma política de contração da demanda interna por meio da proibição da importação de alguns bens, da utilização de quotas de importação e o manejo da taxa de câmbio, o que resultou nas variações negativas do PIB em 1998 e 1999.

Gráfico 11 – Balança Comercial do Peru no período de 1995-2010



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Central da República do Peru (disponível em: <http://www.bcrp.gob.pe/estadisticas.html>)

Como se pôde notar nas tabelas e gráfico anteriores, os resultados do PIB têm acompanhado o crescimento das exportações peruanas, que têm sido incentivadas pela demanda crescente da China por metais, em especial a prata, o zinco, o cobre e o estanho, que representam os principais produtos da pauta de exportação do Peru. Essa crescente demanda tem impactado o volume e o preço desses produtos, aumentando assim, de acordo com a tabela abaixo, a participação dos minerais sobre o valor total do PIB ao longo dos anos (crescimento de 136% entre 1995-2010). Já a participação dos outros setores não tiveram grandes mudanças no período analisado, sendo o comércio, a administração pública e a indústria manufatureira os setores com maior participação no produto interno do país.

Tabela 28 – Produto Interno Bruto por classe de atividade econômica (em % do PIB)

Ano	Agricultura e pesca	Exploração de Minas	Ind. Manufatureira	Fornecimento de eletricidade, gás e água	Construção	Comércio	Transporte	Intermediação financeira	Administração pública	Extração de cobre	Produtos do petróleo
1995	7,9	4,5	15,1	1,8	6,5	18,3	7,4	12,4	16,1	-	-
1996	8,3	4,3	14,9	2,0	6,1	18,4	7,3	13,0	16,1	-	-
1997	7,8	4,3	14,8	2,1	6,6	18,5	7,6	13,3	15,4	-	-
1998	8,1	4,0	14,2	2,1	6,6	18,3	7,7	13,7	15,8	-	-
1999	8,0	4,9	14,0	2,2	5,8	18,0	7,9	13,6	16,7	-	-
2000	7,8	5,2	14,4	2,3	5,3	17,6	8,1	13,8	16,7	-	-
2001	7,6	4,9	14,7	2,3	5,2	17,8	7,9	14,1	17,2	-	-
2002	7,2	5,5	14,5	2,2	5,4	17,6	7,7	14,3	17,1	-	-
2003	7,0	6,1	14,2	2,2	5,4	17,2	7,8	14,1	17,3	-	-
2004	6,6	7,7	14,9	2,1	5,4	16,8	7,7	13,4	16,6	-	-
2005	6,6	8,8	14,9	2,1	5,4	16,3	7,7	13,2	16,2	-	-
2006	6,4	11,7	14,6	1,9	5,7	16,0	7,5	12,5	15,2	-	-
2007	6,4	11,4	14,6	1,8	6,1	16,0	8,5	12,4	14,4	-	-
2008	6,6	10,4	14,5	1,7	6,4	16,5	8,5	12,5	14,1	-	-
2009	6,8	9,8	13,0	1,9	6,9	17,1	8,9	13,1	15,0	-	-
2010	6,2	10,6	13,2	1,7	7,4	16,9	8,6	12,6	14,3	-	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O crescimento do PIB em 2007-2008 foi ainda mais acelerado devido ao aumento do preço das commodities no cenário internacional, principalmente dos metais. Assim, nos anos 2000, a economia peruana cresceu a taxas sustentáveis e elevadas com um câmbio estável e uma inflação controlada por meio da política de metas de inflação instituída no governo de Alejandro Toledo. Esse controle inflacionário tem mantido estável o índice de preço ao consumidor ao longo dos anos, como pode ser notado abaixo.

Tabela 29 – Índice de preço ao consumidor no Peru no período de 1995–2010 (1995 = 100)

Ano	Índice de preço ao consumidor
1995	100
1996	112
1997	121
1998	130
1999	134
2000	139
2001	142
2002	142
2003	146
2004	151
2005	153
2006	157
2007	159
2008	169
2009	173
2010	176

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

A inflação, desde 2001, tem mantido variações entre 2% e 4%, mantendo-se dentro da banda de variação das metas inflacionárias. Esse valor foi extrapolado somente em 2008 devido à pressão dos preços das commodities que, antes da quebra do Lehman Brothers, haviam provocado um ambiente de instabilidade dos preços na América Latina.

Apesar do crescimento do PIB e o controle da taxa de inflação decorrente das inúmeras reformas de cunho liberal estabelecidas pelos governos ao longo dos anos, a capacidade de realizar reformas de atuação do governo peruano foi reduzida, principalmente, devido à pequena participação da arrecadação tributária em relação ao PIB. Essa baixa captação se deve,

entre outros fatores, ao grande número de trabalhadores informais, à desigualdade da arrecadação (visto que o processo de concessão e privatização das empresas mineradoras reduziu ou até mesmo eliminou a cobrança de impostos sobre esse setor) e a estrutura tributária que consiste em uma maior carga tributária sobre a renda (o que na maioria das vezes não é comprovado dado o tamanho da informalidade no país). A tabela abaixo nos permite verificar que essa situação não se alterou muito ao longo dos anos, o que restringiu o espaço para aplicação de políticas anticíclicas de cunho fiscal durante a crise do *subprime*.

Tabela 30 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Peru no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	15,4	15,8	16,0	15,4	14,6	14,1	14,0	13,8	14,6	14,7	15,1	16,8	17,1	17,2	15,3
Governo Geral	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Frente a esse cenário de insuficiente arrecadação tributária e reduzida capacidade do governo de realizar investimentos públicos, o presidente Toledo, no início dos anos 2000, procurou atrair ainda mais capital externo por meio de novas privatizações e concessões e por meio do endividamento público, o que resultou em uma deterioração ainda maior das contas públicas peruanas entre 2001-2004.

Em termos de composição da dívida pública, houve ampliação da participação da taxa fixa na composição da dívida. Essa melhora foi acompanhada de um maior incremento em títulos na moeda nacional. Tal política expansiva, atrelada à menor entrada corrente de capital e à menor arrecadação, resultou em déficit do setor público no ano de 2009. Mas tal cenário não provocou aumentos expressivos da dívida pública do Governo Central, que obteve um incremento de 0,1% da dívida interna, enquanto a dívida externa reduziu 0,8%.

Tabela 31 – Dívida Pública do Peru no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Total da dívida pública	49,0	47,8	32,6	37,2	39,2	36,4	34,5	43,2	43,4	40,1	36,9	30,1	26,2	24,1	23,4	21,3
	Dívida Interna	-	-	-	-	-	-	-	6,7	6,4	6,3	7,7	6,9	8,3	8,1	8,2	8,8
	Dív. Externa	49,0	47,8	32,6	37,2	39,2	36,4	34,5	36,5	36,9	33,7	29,2	23,2	17,9	16,0	15,2	12,6
Setor Público não financeiro	Total da dívida pública	49,0	47,8	32,6	43,0	48,1	45,2	44,2	45,7	47,4	41,8	38,2	31,3	27,2	24,5	23,8	21,7
	Dívida Interna	-	-	-	5,9	8,9	8,8	9,6	9,3	10,4	8,0	9,0	8,0	9,3	8,5	8,6	9,10
	Dív. Externa	49,0	47,8	32,6	37,2	39,2	36,4	34,5	36,5	36,9	33,7	29,2	23,2	17,9	16,0	15,2	12,60

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Em relação à dívida externa, o Banco Central do Peru mantém vínculos financeiros com alguns órgãos internacionais, como o Fundo Latino-americano de Reservas (FLAR) e o FMI. No FLAR, o Peru possui uma participação de 22,22% de capital, o que permite ao país ter acesso ao financiamento externo. No FMI, o Peru possuía no ano de 2009 uma participação em cotas de 0,29%, o que permitiria ao país obter linhas de crédito com o fundo para enfrentar instabilidades financeiras. Essas linhas de financiamento externo, apesar de não serem utilizadas pelo país, permitiram a manutenção da liquidez interna (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

O crescimento da dívida interna, por sua vez, pode ocorrer devido ao resultado primário negativo, criando-se assim a necessidade de financiar os gastos públicos em bens e serviços. Além disso, a dívida interna pode crescer devido aos gastos com juros das dívidas e a política monetária e cambial adotada (déficit das transações correntes). Com relação ao resultado primário, como pode ser visto na tabela abaixo, houve oscilação dos resultados do Governo Central, do Governo Geral e do Setor Público não financeiro, que apresentaram déficit fiscal entre 1999-2002 devido às incertezas de decisões políticas pós- crise econômica dos anos 90 nos países emergentes e déficit em 2009, decorrente da crise imobiliária.

Para controlar esses déficits, algumas medidas foram tomadas desde 1999, como a Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal que fixa um limite anual para o déficit fiscal e para o crescimento do endividamento público (devendo representar somente 1% do PIB). Além dessa medida, em 1999 as decisões de política monetária e financeira adotadas pelo Banco Central peruano se tornaram públicas, o que permitiu um manejo mais transparentes das decisões de política monetária do governo.

Tabela 32 – Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral e Setor Público não financeiro no período de 1995-2010 (em % do PIB)

	Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Receita total e doações	15,5	16,2	16,1	16,1	14,9	15,3	14,3	14,5	15,0	14,9	15,8	17,7	18,2	18,1	15,6	17,0
	Receita corrente	15,3	15,8	16,0	15,8	14,6	15,0	14,1	14,4	14,8	14,9	15,7	17,6	18,1	18,0	15,5	16,8
	Receita de capital	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
	Gasto total e empréstimo líquido	18,9	17,7	16,9	17,2	18,1	18,0	17,3	16,6	16,7	16,2	16,5	16,1	16,4	15,9	17,3	17,0
	Gastos correntes	14,7	14,0	13,2	13,8	14,7	15,1	15,0	14,6	14,8	14,4	14,7	14,1	14,2	13,6	13,6	12,7
	Gastos de capital	4	4	4	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2	4	4
	Resultado primário	0,0	1,1	1,0	0,8	-1,0	-0,5	-0,8	-0,1	0,3	0,6	1,1	3,4	3,5	3,6	-0,4	1,08
Governo Geral	Receita total e doações	18,1	19,0	19,1	19,2	18,0	18,1	17,3	17,3	17,6	17,6	18,4	20,0	20,8	20,7	18,2	-
	Receita corrente	17,8	18,6	19,0	18,9	17,7	17,8	17,2	17,1	17,5	17,5	18,3	19,9	20,7	20,6	18,1	-
	Receita de capital	0,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-
	Gasto total e empréstimo líquido	21,1	20,2	19,7	20,1	21,2	20,9	19,9	19,4	19,3	18,7	18,9	18,2	17,7	18,6	20,3	-
	Gastos correntes	16,1	15,6	15,0	15,7	16,9	17,2	16,9	16,7	16,6	16,1	16,2	15,4	14,7	14,6	14,7	-
	Gastos de capital	5,0	4,6	4,7	4,3	4,3	3,7	3,0	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	3,0	4,0	5,6	-
	Resultado primário	0,3	1,3	1,4	1,3	-0,9	-0,4	-0,4	0,0	0,5	0,9	1,4	3,7	4,8	3,6	-0,8	-
Setor Público não financeiro	Receita total e doações	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Receita corrente	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Receita de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gasto total e empréstimo líquido	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gastos correntes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gastos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Resultado primário	0,3	1,6	2,1	1,2	-0,9	-0,8	-0,2	-0,1	0,4	1,0	1,6	4,0	4,9	3,6	-0,3	0,6

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Devido às políticas de captação de financiamento e capital externo de curto e longo prazo, esse déficit do setor público sempre foi revertido pelo superávit gerado na conta financeira do setor privado, que apresentou, ao longo de toda a análise, resultados positivos.

Tabela 33 – Balanço Patrimonial do Peru no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta de Capital	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(4.625)	32	3.718	590
1996	(3.644)	19	3.797	(880)
1997	(3.368)	(44)	5.696	(2.055)
1998	(3.336)	(38)	1.773	1.241
1999	(1.380)	(64)	545	862
2000	(1.546)	(259)	1.015	130
2001	(1.203)	(155)	1.534	(432)
2002	(1.110)	(112)	1.983	(1.010)
2003	(949)	(112)	820	(562)
2004	19	(86)	2.286	(2.456)
2005	1.148	(123)	24	(1.411)
2006	2.873	(126)	844	(3.222)
2007	1.363	(67)	9.069	(10.324)
2008	(5.318)	(64)	8.961	(3.456)
2009	211	(42)	2.362	(1.907)
2010	(2.315)	(96)	12.347	(10.956)
2011	(3.246)	-	7.861	(4.615)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Com relação às reservas internacionais, o seu controle tem sido realizado tanto nos momentos de euforia e abundância de capital, quanto nas situações de restrição do capital externo, no intuito de manter estáveis as taxas de câmbio e evitar o excessivo endividamento externo público. O controle das reservas internacionais é efetuado pela *Superintendencia de Bancas y Seguros* (SBS) que limita a entrada de moeda estrangeira no país com o objetivo de evitar a formação de riscos e fortalecer o sistema bancário nacional. Para atingir essa finalidade, a SBS atua por meio de concessão mínima de liquidez e capital, concessão de provisões para risco de crédito e imposição de limites de compra/venda de moeda estrangeira e controle dos ativos externos (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

Assim, dado o cenário de prostração econômica, entre janeiro e março de 2009 a moeda local peruana sofreu pressões de depreciação, o que implicou uma política de intervenção no mercado cambial por meio dos certificados de depósitos reajustáveis ao câmbio (CDR BCRP), totalizando um montante de quase um terço das reservas internacionais.

Em relação ao ano de 2010, o que se pode observar é que o sistema financeiro peruano tem mantido uma baixa exposição aos desequilíbrios cambiais devido à manutenção da tendência decrescente da dolarização dos créditos e depósitos financeiros. O país já se encontra recuperado em relação aos indicadores de rentabilidade e liquidez do sistema financeiro nacional. Com relação ao mercado de capitais, as ações ligadas ao mercado interno (construção, consumo, geração e distribuição elétrica) lideram os papéis de mais alta rentabilidade, o que enfatiza a recuperação desses setores estreitamente relacionados à demanda interna. O forte dinamismo da demanda interna tem influenciado o crescimento econômico do Peru, mantendo altas taxas de crescimento do PIB, acompanhado por um cenário de baixa taxa de inflação, redução do déficit fiscal e superávit da conta corrente da balança de pagamentos.

CAPÍTULO 3

Políticas econômicas adotadas pelos países latino-americanos no período de 2007 a 2011

A crise financeira internacional do *subprime* interrompeu um ciclo intenso de crescimento econômico na América Latina, caracterizado pelo aumento do superávit primário, resultado, como demonstrado nos capítulos anteriores, da boa condução das contas públicas, da demanda interna aquecida (CEPAL, 2009b) e de um ambiente de crescimento econômico global estável. Mesmo em um ambiente de tamanha instabilidade, os resultados econômicos na América Latina não se mostraram tão trágicos, e a duração das instabilidades econômicas internas foi menor quando comparado aos outros países avançados (EUA e Zona do Euro) e às crises econômicas internacionais de outras décadas.

Esse possível desacoplamento é fruto, entre outros fatores, do posicionamento desses países na última década em relação ao controle da dívida, à redução dos déficits e ao desenvolvimento do mercado da dívida. Assim, quando ocorreu a crise do subprime, os países avançados encontravam-se em uma posição fiscal difícil, marcada por altos níveis de endividamento. Contrariamente, os países emergentes (entre eles, a América Latina) mantinham altos níveis de reservas internacionais, uma taxa de juros alta e balanços públicos e privados estáveis, desalavancados e com baixo nível de endividamento, o que possibilitou instituir políticas anticíclicas que não causaram grandes descontroles fiscais quando comparados aos efeitos nos países avançados.

A ampliação do espaço macroeconômico dos países observados permitiu uma inédita capacidade destes em realizar políticas de caráter contracíclico. Esse cenário, acrescentado da rápida recuperação da economia internacional, permitiu a sustentação do desempenho das economias latinas. O elevado crescimento da região se deve, entre outros fatores, ao rápido dinamismo do consumo interno em resposta à redução das taxas de desemprego, ao aumento do crédito ao setor privado e ao crescimento dos salários reais. A isso se somam as baixas taxas de juros aplicadas por esses

países durante a crise, à capacidade ociosa que permitiu a aceleração da produção e a melhor expectativa dos agentes financeiros (melhor posição de risco desses países).

Os países analisados adotaram medidas similares que incluem redução dos impostos, aumento dos gastos governamentais e aumento dos subsídios aos setores mais atingidos pela crise. Com relação às políticas de trabalho, todos os países estabeleceram políticas ativas para manter o emprego e, conseqüentemente, a demanda interna. Com relação ao câmbio, todos os países utilizaram suas reservas internacionais para manter a liquidez em moeda estrangeira, e a maioria atuou para defender o setor exportador atingido diretamente pela crise e a conseqüente recessão internacional. As políticas setoriais incluíram medidas relacionadas aos principais setores de cada país, destaque para a manutenção do setor industrial ativo. A política monetária foi bastante ativa e atuou de forma contracíclica ao reduzir as taxas de juros e incentivar o crédito aos setores privados por meio da modificação dos encaixes em prol do aumento do financiamento bancário. Complementariamente, todos os países expandiram sua base monetária no intuito de manter a liquidez na moeda interna.

A conduta da política monetária e cambial, além dos fatores internos, foi também impactada pelas medidas de expansão dos países avançados, especialmente dos EUA, o que resultou em um aumento da liquidez internacional e, conseqüentemente, uma maior entrada de capitais nos países emergentes, seja por meio de ativos financeiros como de ativos reais. Dada essa liquidez internacional, segundo Ocampo (2008), a maioria dos países tem utilizado a conta de capitais como principal fonte de acumulação de reservas. Mas esse acúmulo de reservas pode se diferenciar entre os países que as acumulam de três formas: 1) os países com déficit de conta corrente acumulam as reservas por meio das entradas de capital; 2) por meio do superávit na conta de capital e na conta corrente; 3) por meio no superávit da balança comercial, situação que ocorre principalmente com os países exportadores de energia, geradores de superávit da conta corrente.

Segundo análise do FMI (2010) é possível destacar três maneiras dos países enfrentarem as crises de um modo geral. A política de ajustamento de caráter procíclico se reflete na redução dos gastos do governo ou aumento na

arrecadação com o intuito de reduzir os déficits fiscais. Na visão do órgão, essa pode ser a melhor alternativa para os países com dificuldades de financiamento. As políticas de caráter acíclico constituem uma forma apática de combate à crise, já que não há mudanças nas políticas de gasto no sentido de combater a redução da produção. Segundo o FMI, essa é uma estratégia natural para os países que possuem condições de financiamento, mas anteriormente já haviam aplicado estratégias suficientes para manter a estabilidade econômica. Por fim, as políticas anticíclicas compõem a terceira maneira dos países enfrentarem a crise por meio do aumento dos gastos governamentais ou por meio da concessão de isenções tributárias com o intuito de fomentar a demanda interna em momentos de queda do produto. Essa é uma opção viável aos países que não possuem estabilizadores internos (políticas de estabilização aplicadas anteriormente à crise) e em que a sustentação da política fiscal expansionista é crível. Alfaro e Cifuentes (2009) afirmam que essas políticas podem amenizar o ambiente de iliquidez e as provisões bancárias podem servir de sustentação em tais momentos.

Para 2009, a resposta dos países latino-americanos foi diferenciada, caracterizando-se como anticíclica no Brasil, Chile, México e Peru e em menor grau na Argentina e Colômbia (FMI, 2010). Essas políticas de caráter contracíclico e suas consequências para a estabilidade econômica dos países latino-americanos foram analisadas nesse capítulo, no qual se procurou avaliar as medidas fiscais e monetárias adotadas por cada país, considerando-se as suas especificidades e espaço de aplicação de tais políticas.

3.1 Argentina

Desde 2007, a política de manutenção do câmbio real competitivo e estável tem-se modificado, dado o aumento da inflação e as incertezas relacionadas ao desempenho argentino (uma vez que as estatísticas divulgadas por esse país possuem uma reputação duvidosa). Entre 2003-2004, o peso se manteve estável, num patamar de 2,89 pesos por dólar. No segundo semestre de 2004, a moeda sofreu oscilações, estabilizando-se em 3 pesos por dólar. Essa situação de desvalorização da moeda se manteve nos anos subsequentes, estabilizando-se em 2007 em um valor de 3,08 pesos por dólar

(FRENKEL, 2009). Com a crise, a moeda apresentou tendências de desvalorização, o que forçou uma atuação do Banco Central para reprimir as instabilidades cambiais e preservar a competitividade do câmbio real. A medida adotada pelo ministro da economia de manter a taxa de câmbio de 3 pesos por dólar, apesar de defender as exportações de commodities, prejudicou a indústria e o emprego nas cidades. Além disso, a eliminação das deduções reduziu as receitas fiscais, prejudicando, ainda mais, o pagamento da dívida externa.

Segundo Frenkel (2008), existe uma dificuldade na Argentina de controlar a demanda por meio da política monetária, dada a debilidade dos mecanismos de transmissão, uma vez que a política de sustentação do câmbio real competitivo interfere no uso da taxa de juros para controle da demanda interna. Além disso, a inflação tem exercido um papel importante na sustentação da política monetária e cambial, devido à forte relação entre a demanda de ativos monetários e a evolução dos preços. O aumento dos preços, alinhado à política de monetização, tem aumentado a demanda monetária, constituindo-se em uma fonte de financiamento para a intervenção do Banco Central no mercado cambial, aumentando, assim, a taxa de crescimento dos agregados monetários.

Durante a crise e, em especial, em 2009 e início de 2010, a política monetária da América Latina manteve-se focada na consolidação da recuperação econômica, sem desconsiderar a necessidade de manter estáveis os níveis de inflação. O Banco Central da República Argentina (BCRA), por exemplo, optou por manter uma política monetária expansionista que proporcionasse um equilíbrio entre a oferta e demanda de dólares, a manutenção de reservas cambiais e um regime de câmbio flutuante administrado (CARRERA, 2009).

Tabela 34 – Políticas monetárias adotadas na Argentina durante o período de 1995-2011

Ano	Taxa de Juros	M2
1995	-	-
1996	-	31.572
1997	-	39.362
1998	-	42.080
1999	-	40.149
2000	-	37.914
2001	-	23.555
2002	-	69.664
2003	7,8	94.506
2004	2,4	116.035
2005	4,6	141.737
2006	7,5	176.543
2007	8,8	212.359
2008	11,3	231.168
2009	12,4	265.177
2010	11,5	361.203
2011	11,5	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Dentre as medidas monetárias adotadas pelo BCRA, Martín Redrado destaca 10 que foram de suma importância para a manutenção da liquidez em pesos e em dólares: 1) provisão de liquidez por meio de ativos com taxa de juros fixa e variável; 2) renovação e recompra de títulos de curto prazo; 3) extensão dos limites para operações no mercado de futuros; 4) o câmbio de referência aplicado nas transações de futuro e forward foi fixado pelo EMTA; 5) implementação de operações de mercado aberto no mercado de título público; 6) unificação dos efetivos de junho e julho para evitar os efeitos de iliquidez do mês de julho; 7) expansão dos mecanismos de concessão de dólar; 8) participação no mercado NDF, com operações de até 12 meses e com qualidade de crédito inferior a A-; 9) maior liquidez para instituições com grandes quantidades de títulos públicos; 10) redução das taxas de redesconto.

Com relação à política fiscal, como medida para reduzir o impacto da crise sobre os fundos de pensão, o governo argentino optou por eliminar as administradoras de fundos de aposentadoria e pensão (AFJP – *Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones*), unificando o sistema nas mãos do governo. Além disso, a Argentina aumentou a sua arrecadação tributária, principalmente devido ao desempenho dos impostos sobre o Valor

Agregado e os Lucros e aos Direitos de Exportação e às Contribuições Patronais.

Quadro 01 – Políticas anticíclicas adotadas pela Argentina no período de crise

Medidas	
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	X
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	
Outras Medidas	X
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	X
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	X
Diminuição de barreiras tarifárias	
Financiamento e apoio aos exportadores	X
Política cambial e de comércio exterior	X
Outras Medidas	X
Políticas setoriais	
Habitação	
Pequena e Média Empresa	
Agropecuário	
Turismo	
Indústria	X
Outras Medidas	X
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	
Outras medidas	
Financiamento multilateral	X

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

O trabalho publicado pela Cepal (2009a) cita as medidas tomadas por cada país na tentativa de manter ativa a demanda interna e evitar períodos de recessão. Especificamente, a Argentina aumentou as transferências públicas e triplicou a linha de crédito do Banco Central para os bancos locais, a fim de orientar a oferta de crédito principalmente para os setores de bens duráveis e da construção civil (o novo plano de crédito hipotecário com participação pública). Com relação às tarifas aduaneiras, a Argentina aumentou as tarifas

para os setores sensíveis da indústria nacional, como o setor têxtil, calçados, linha branca e motocicletas, no intuito de controlar as importações e, em relação às exportações, houve incentivo para o milho, trigo, frutas secas e hortaliças. Houve também a concessão de crédito para o financiamento de vendas de automóveis e bens de consumo duráveis. O governo argentino ainda contou com o apoio do Banco Mundial, que concedeu crédito para o país financiar a proteção social e manter as políticas anticíclicas.

Como consequência de tais medidas, o aumento da atividade econômica tem reduzido a relação dívida/PIB desses países. Além disso, os países têm buscado, ao longo de 2010, instituir medidas de controle das contas públicas. Na Argentina, por exemplo, as cidades que não contavam com recursos necessários para o pagamento das dívidas foram auxiliadas pelo *Programa de Asistencia Financiera*, que consistia em empréstimos concedidos pelo governo nacional e controle da dívida das províncias, com o intuito de reduzir esse montante e melhorar a situação financeira (substituindo dívidas de curto-prazo por dívidas de longo-prazo). Além disso, as políticas de incentivo à demanda interna, apesar de impactarem negativamente na conta fiscal, estimularam o setor privado.

3.2 Brasil

Nos anos anteriores à crise, a economia brasileira, como citado no capítulo anterior, passava por um momento de aceleração econômica que indicava um período de crescimento sustentável, dado o ambiente favorável externamente, o aumento dos investimentos e consumo privado, alimentados por uma demanda aquecida e com maior poder de compra (em razão do aumento do salário mínimo e das políticas de distribuição de renda). Esse crescimento acelerado da demanda interna e o aumento do preço das commodities impactaram diretamente na inflação brasileira, o que provocou medidas mais restritivas do governo ainda em 2008, chegando a sua taxa máxima em setembro, pouco antes do colapso do Lehman Brothers e seu impacto direto nas economias emergentes.

As medidas adotadas pelo governo durante o desdobramento da crise abrangiam a recuperação do nível de liquidez da economia, a estabilidade do

setor bancário, controle da volatilidade cambial e medidas de estímulo fiscal. Em síntese, essas medidas atuaram por meio das desonerações fiscais dos setores automobilísticos, eletrodomésticos de linha branca e moveleiro; da manutenção do gasto público com as transferências de assistência e previdência social; da redução do compulsório dos depósitos à vista e a prazo com intuito de estimular o crédito dos bancos privados e manter a liquidez dos bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e BNDES); da redução na taxa de juros que passou de tarifas a dois dígitos (13,75% a.a para 8,75% em Julho de 2009); do controle cambial por meio das operações de venda de dólares por parte do Banco Central (ARAUJO E GENTIL, 2010).

Além dessas medidas, o governo anunciou um pacote de medidas complementares que tiveram impacto na recuperação da economia, tais como o aumento real do salário mínimo e o programa *Minha Casa Minha Vida* que, de certa forma, estimulou o setor imobiliário e aqueceu a demanda interna brasileira. Além disso, o governo optou por manter a taxa de investimento nas três esferas da federação e, principalmente, nas empresas estatais, após a decisão de reduzir a meta de superávit primário em 2009 (houve apenas uma pausa nos investimentos públicos ocorrida entre o final de 2008 e princípio de 2009).

Entretanto, segundo Araujo e Gentil (2010), apesar da adoção de tais medidas de caráter expansionista, o governo optou por manter o superávit primário, mas com patamares menores do que os defendidos em sua política de equilíbrio das contas públicas (a meta passou de 4,3% do PIB para 2,5%). Essa decisão de manter o superávit primário esteve fundamentada na necessidade do governo em controlar o crescimento da dívida pública, dado o impacto do câmbio e da taxa de juros no seu montante final. O câmbio impactou diretamente a dívida, uma vez que reduziu o dinamismo do comércio internacional por meio da redução das exportações, impactando diretamente a indústria nacional. Além disso, provocou um impacto indireto na dívida ao reduzir o valor das reservas internacionais que são deduzidas da dívida bruta antes do fechamento do valor da dívida líquida do setor público.

Quadro 02 – Políticas anticíclicas adotadas pelo Brasil no período de crise

Medidas	Brasil
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	X
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	X
Outras Medidas	X
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	X
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	
Diminuição de barreiras tarifárias	X
Financiamento e apoio aos exportadores	X
Política cambial e de comércio exterior	
Outras Medidas	
Políticas setoriais	
Habitação	X
Pequena e Média Empresa	X
Agropecuário	X
Turismo	
Indústria	X
Outras Medidas	X
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	X
Outras medidas	
Financiamento multilateral	

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

Tabela 35 – Resultado Primário do Governo Central, Governo Geral no período de 1995-2010 (em % do PIB)

Discriminação		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Governo Central	Receita total e doações	-	-	16,9	18,7	19,7	19,9	20,7	21,6	20,9	21,6	22,7	22,9	23,2	23,6	23,1	25,0
	Receita corrente	-	-	16,9	18,7	19,7	19,9	20,7	21,6	20,9	21,6	22,7	22,9	23,2	23,6	23,1	25,0
	Receita de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gasto total e empréstimo líquido	-	-	18,7	22,4	22,2	21,7	22,8	22,8	25,3	23,4	26,3	25,8	25,1	24,8	26,7	26,0
	Gastos correntes	-	-	14,4	17,8	18,2	17,6	18,4	18,4	21,7	19,6	22,1	21,5	20,6	20,1	22,1	19,9
	Gastos de capital	-	-	4,3	4,6	4,0	4,1	4,5	4,4	3,5	3,8	4,2	4,3	4,5	4,7	4,6	6,1
	Resultado primário	-	-	0,3	0,8	2,0	1,8	1,7	2,2	2,3	2,6	2,5	2,1	2,2	2,4	1,3	2,2
Governo Geral	Receita total e doações	-	-	-	31,4	31,6	32,5	33,8	34,6	34,5	35,3	36,6	36,9	37,3	38,6	-	-
	Receita corrente	-	-	-	31,4	31,6	32,5	33,8	34,6	34,5	35,3	36,6	36,9	37,3	38,6	-	-
	Receita de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Gasto total e empréstimo líquido	-	-	-	37,3	36,7	36,0	37,8	39,9	40,2	38,5	40,0	40,3	39,8	41,0	-	-
	Gastos correntes	-	-	-	37,3	36,7	36,0	37,8	39,9	40,2	38,5	40,0	40,3	39,8	41,0	-	-
	Gastos de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Resultado primário	-	-	-	0,3	2,4	2,7	2,5	2,3	3,4	3,8	3,9	3,1	3,2	3,4	-	-

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Com relação à política monetária, houve expansão dos fluxos de crédito por meio da redução da taxa de juros e estímulo às operações de empréstimos dos bancos públicos (redução dos encaixes e linha de crédito do BNDES para os estados de 1750 milhões de dólares). A política fiscal foi expansiva através da redução dos impostos e concessão de subsídios e benefícios tributários, como a diminuição do IPI (Imposto sobre o Produto Industrializado) de automóveis (redução de 7% do imposto para 0% na compra dos automóveis de até 1000 centímetros cúbicos de cilindrada, e de 13% para 6,5% para os automóveis de até 2000 centímetros cúbicos de cilindrada), e a revisão do imposto de renda para pessoas físicas acompanhado da redução das alíquotas. O Banco Central brasileiro buscou aumentar a liquidez por meio de operações de swap cambial e utilizando as reservas internacionais. O setor exportador foi beneficiado através do uso das reservas internacionais, que permitiu o seu financiamento mediante o adiantamento de contratos de vendas e linhas de crédito para refinar as dívidas externas das empresas nacionais.

Tabela 36 – Políticas monetárias adotadas no Brasil durante o período de 1995-2011

Ano	Taxa de Juros	M2	Cambio real efetivo
1995	-	-	74,9
1996	-	188.734	71,2
1997	-	239.775	69,9
1998	-	254.965	72,7
1999	-	274.770	108,4
2000	-	283.785	100,0
2001	17,5	321.612	120,1
2002	19,1	397.503	132,6
2003	23,4	412.895	131,1
2004	16,2	493.123	123,8
2005	19,1	581.296	100,5
2006	15,3	657.768	88,9
2007	12,0	777.026	82,6
2008	12,4	1.069.693	79,9
2009	10,1	1.164.240	81,2
2010	9,8	1.357.404	70,1
2011	11,7	-	65,3

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

A recuperação econômica do Brasil foi possível devido às políticas de expansão fiscal e monetária aplicadas para incentivar a demanda interna, além

de uma conjunção de fatores externos (como explicitado no capítulo 1) que tiveram impacto direto na economia brasileira, como a expansão da liquidez externa que sustentou a entrada de capitais externos no país, além da recuperação econômica da China e da Índia, alimentando as demandas comerciais internacionais. Assim, a partir do segundo trimestre de 2009, as exportações voltaram a se recuperar e as importações passaram a representar um valor menor frente ao PIB.

Em 2010 essa recuperação se fez perceptível, uma vez que o país atingiu um crescimento do PIB de 7,5%, acompanhado por uma forte expansão do emprego e do crédito, o que permitiu maior consumo das famílias e, assim, uma maior demanda interna que impulsionou ainda mais a atividade econômica. Algumas medidas de incentivo ao investimento se mantiveram em 2010, como a redução de impostos para o setor de construção civil e o maior incentivo financeiro (concessão de crédito) para os setores produtores de bens de capital por meio da atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento). Além disso, a atuação pública se manteve ativa por meio de programas de investimento público, como o PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) e a continuação do programa de habitação *Minha Casa Minha Vida*.

3.3 Chile

As políticas anticíclicas adotadas no Chile se orientaram no sentido de alcançar um equilíbrio estrutural (CEPAL, 2009b). Constituíram-se de flexibilização transitória do encaixe bancário, aumento da liquidez interna para os bancos através da concessão de novas linhas de financiamento. O Banco Central diminuiu progressivamente a taxa de juros da política monetária de 8,25%, no princípio do ano de 2009, a um mínimo de 0,50% em Julho. Com relação à política fiscal, houve estímulo ao investimento e consumo por meio da isenção de impostos, da antecipação da devolução do imposto de renda, da concessão de subsídio habitacional e da realização de um plano de estímulo fiscal que consiste em gastos no montante de 2,8% do PIB. Em relação à indústria, houve incentivo para o investimento na Codelco (Corporação Nacional do Cobre) através da capitalização de 1000 milhões de dólares.

Tabela 37 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do Chile no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	16,5	17,9	17,6	17,6	16,9	17,7	18,1	18,0	17,3	17,0	18,3	18,3	20,2	19,9	16,3
Governo Geral	17,6	19,0	18,7	18,8	18,3	18,9	19,3	19,3	18,6	18,2	19,5	19,4	21,2	21,0	17,5

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O Chile possui uma arrecadação muito atrelada às exportações de minerais, em especial, ao cobre. Assim, mesmo com a adoção dessas políticas de redução dos tributos, a receita tributária não sofreu grandes reduções, uma vez que ela foi impactada pelo aumento do preço do cobre no mercado mundial, o que implicou maiores pagamentos de impostos por parte da CODELCO (*Corporación Nacional del Cobre de Chile*).

Quadro 03 – Políticas anticíclicas adotadas pelo Chile no período de crise

Medidas	
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	X
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	X
Outras Medidas	
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	X
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	
Diminuição de barreiras tarifárias	
Financiamento e apoio aos exportadores	X
Política cambial e de comércio exterior	
Outras Medidas	
Políticas setoriais	
Habitação	X
Pequena e Média Empresa	X
Agropecuário	X
Turismo	
Indústria	X
Outras Medidas	X
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	X
Outras medidas	
Financiamento multilateral	

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

No Chile, houve apreciação do peso chileno em 2009 (em 2008 a depreciação foi de apenas 0,4% em relação ao ano anterior), o que implicou uma intensificação da política de acumulação de reservas por parte do Banco Central chileno, passando a representar 5% do PIB dessa economia (GREGORIO, 2011). Além disso, o Banco Central chileno procurou prover liquidez na moeda local e em dólares, e afrouxar as políticas monetárias. Para manter a política cambial, procurou-se comprar 50 MM de dólares por dia e acumular um montante de 8000 MM de dólares durante um período de oito meses, meta que foi interrompida quando já haviam sido acumulados 6000 MM

frente ao aumento das tensões financeiras mundiais (GREGORIO, 2009). Tais tensões foram aliviadas por meio de políticas de swaps que permitiram um aumento de liquidez em dólar.

Frente ao ambiente de desaceleração da inflação e baixo crescimento, as autoridades monetárias chilenas reduziram a taxa de juros (Tasa de Política Monetaria – TPM) a seu nível mínimo, passando de 7,2 em 2008 para 1,8 em 2009 e 1,5 em 2010. Essa redução da taxa, alinhada à desvalorização do dólar no cenário mundial, impactou as decisões dos investidores internos que passaram a aplicar em posições de *carry trade*⁷. Outras políticas não convencionais foram adotadas e tiveram um impacto sobre a taxa de juros e os agregados monetários, como a FLAP (*Facilidad de Liquidez a Plazo*) que, ao gerar crédito para as instituições bancárias, permitiu um aumento dos ativos em moeda nacional. Os agregados monetários também foram estimulados pela provisão de liquidez em pesos e em dólares instituída pelo Ministério da Fazenda.

Tabela 38 – Políticas monetárias adotadas no Chile durante o período de 1995-2011

Ano	Taxa de Juros	M2	Câmbio real efetivo
1995	-	-	99,9
1996	7,3	12.265.910	95,8
1997	6,9	14.811.850	90,2
1998	9,3	16.368.090	93,0
1999	5,9	18.013.730	98,4
2000	5,3	19.523.510	100,0
2001	5,0	20.895.520	111,8
2002	3,8	22.629.210	109,4
2003	2,7	22.218.170	114,5
2004	1,9	26.502.130	108,5
2005	3,5	32.193.440	103,1
2006	5,0	37.808.710	100,9
2007	5,3	45.703.820	102,7
2008	7,2	53.606.690	102,3
2009	1,8	50.658.400	104,9
2010	1,5	55.481.800	98,7
2011	4,8	-	96,1

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

⁷ Aplicação financeira em que se realiza empréstimos em um país com uma taxa de juros mais baixa para aplicá-lo em outro país com uma taxa de juros maior

Os resultados negativos dos fluxos de capitais são explicados pela atuação do Ministério da Fazenda, que tem depositado grande parte da poupança pública, gerada pelo superávit do balanço fiscal, em um fundo soberano no exterior. Assim, os resultados da crise sobre a conta corrente não foram tão perceptíveis devido o menor envio de fluxos de capitais para o exterior. Assim, o Ministério da Fazenda procurou implementar uma política de caráter fiscal por meio desse fundo soberano (FEES – *Fondo de Estabilización Económico y Social*) e da diminuição da meta de superávit estrutural, o que permitiu um montante de recurso equivalente a 2,8% do PIB.

Tabela 39 – Balanço Patrimonial do Chile no período de 1995-2011 (em MM de US\$)

Anos	Balanço da Conta Corrente	Balanço da Conta de Capital	Balanço da Conta Financeira	Reservas
1995	(1.350)	-	2.357	(1.139)
1996	(3.083)	-	5.657	(2.593)
1997	(3.660)	-	6.742	(3.320)
1998	(3.918)	-	1.966	2.194
1999	100	-	237	738
2000	(898)	-	787	(337)
2001	(1.100)	-	1.362	596
2002	(580)	83	1.634	(199)
2003	(779)	-	1.146	366
2004	2.075	5	(2.001)	191
2005	1.449	41	1.550	(1.716)
2006	7.154	13	(4.215)	(1.997)
2007	7.458	16	(10.238)	3.214
2008	(3.307)	3	8.599	(6.444)
2009	2.570	15	(1.711)	(1.648)
2010	3.802	5.641	(5.884)	(3.023)
2011	(2.494)	-	13.303	(10.809)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Dado o ambiente de incertezas em relação à economia norte-americana em 2007, o governo chileno estabeleceu um plano de acúmulo de reservas em 2008 com o intuito de melhorar a posição de liquidez em dólar. Uma vez que as restrições de liquidez em dólares foram se intensificando e as linhas de crédito foram sendo reduzidas, o Ministério da Fazenda passou a utilizar parte dos recursos do fundo soberano para prover dólares na economia interna. Em paralelo, o Banco Central aumentou a liquidez em dólares e pesos por meio das operações de swap e recompra, e o Tesouro inseriu depósitos em dólares no montante de 700 milhões no sistema financeiro nacional por meio do Banco Central (AGOSIN, 2009). Essas medidas buscaram incentivar as instituições

financeiras a conceder crédito, uma vez que, ao desdobrar a crise para os países emergentes em 2008, os bancos haviam adotado uma política de restrição creditícia.

O aumento do gasto público decorrente das políticas implementadas pelo governo implicaram um resultado primário negativo em 2009. Em razão desses déficits, o governo chileno, em 2010, optou por aplicar medidas para redução do gasto governamental, reduzindo o déficit a quase 1% do PIB, sem desestimular a economia.

3.4 Colômbia

Uma política fiscal sustentável deve ter caráter contracíclico, isto é, ser sustentável ao longo dos anos para reduzir os impactos das vulnerabilidades econômicas interna e externa. Para manter esse perfil contracíclico, o balanço fiscal, em momentos de crescimento econômico, deve ser estável para permitir maiores déficits em momentos de instabilidade financeira, suavizando, assim, os ciclos econômicos e estabilizando a inflação e a taxa de juros (LOZANO, 2011).

Como demonstrado anteriormente, a maior parte das receitas tributárias colombianas não se transformaram em poupança pública, dada a rápida expansão do gasto público e do gasto relacionado aos serviços da dívida. Devido a isso, os resultados fiscais colombianos têm constituído um curto espaço para aplicação de políticas anticíclicas, em meio a ambientes de instabilidade financeira. Dessa forma, o desequilíbrio primário das contas fiscais do governo, somado ao ambiente de altas taxas de juros, à acelerada desvalorização da moeda nacional e às oscilações do desempenho do PIB resultou em uma deterioração da posição fiscal do governo, aumentando o coeficiente da dívida pública.

Por tais motivos, durante a crise do *subprime*, em especial após a quebra do Lehman Brothers, o espaço para aplicação de políticas de incentivo da demanda foi reduzido, o que resultou em poucas ferramentas fiscais de caráter contracíclico, impedindo uma atuação mais abrangente da Colômbia em comparação aos outros países da América Latina.

Quadro 04 – Políticas anticíclicas adotadas pela Colômbia no período de crise

Medidas	
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	X
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	X
Outras Medidas	X
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	X
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	
Diminuição de barreiras tarifárias	
Financiamento e apoio aos exportadores	X
Política cambial e de comércio exterior	
Outras Medidas	
Políticas setoriais	
Habitação	X
Pequena e Média Empresa	X
Agropecuário	
Turismo	
Indústria	X
Outras Medidas	
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	X
Outras medidas	
Financiamento multilateral	X

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

Com relação às políticas adotadas, em 2009 foi instituído no Plan Financiero um aumento do déficit público, dada a deterioração das contas públicas decorrentes da redução do crescimento interno do país. Nesse mesmo ano, o governo anunciou uma expansão do crédito no montante de 10,7% do PIB para financiar obras destinadas aos setores de infraestrutura (minas, energia, habitação, transporte, telecomunicação, entre outros). Os recursos para esse financiamento foram obtidos, majoritariamente, do setor privado e

por recursos públicos relacionados às empresas estatais (em especial a Ecopetrol) e aos governos locais por meio do orçamento público.

Além disso, o governo, por meio do Bancoldex, criou uma linha de crédito no valor de 500 milhões de pesos para financiar o consumo de bens duráveis. Para tanto, o governo contou com o auxílio de créditos multinacionais no montante de 2,4 milhões de dólares, que foram direcionados para financiar os déficits do país. O FMI concedeu uma linha de crédito de 10,4 milhões de dólares para serem utilizados no setor creditício.

No plano fiscal, o governo anunciou a redução dos tributos relacionados ao imposto de renda e ao imposto de *timbre*. Mas, ao contrário do que o governo colombiano declarou, essas medidas não foram implementadas devido às consequências da crise, já que tais políticas estavam contempladas na reforma tributária de 2006 (LOZANO, 2010).

A estratégia do governo colombiano frente à crise consistiu, assim, na execução do gasto em infraestrutura, na garantia do financiamento externo por meio do BID e do FMI, na facilidade ao financiamento interno da atividade produtiva e na proteção ao emprego (houve elevação em 7,65% no salário mínimo). Os contribuintes se beneficiaram de uma redução nos impostos de 960 milhões de dólares, a indústria foi beneficiada através do aumento das obras públicas de infraestrutura e as micros e pequenas empresas foram financiadas através da criação de um novo fundo de financiamento em parceria com a Venezuela (CEPAL, 2009a).

Com relação às taxas de juros e à política monetária, os países da América Latina, como exposto na tabela abaixo, mantiveram a taxa de juros elevada, principalmente no Brasil, onde a taxa chegou a atingir 23,4% em 2003. Nesse caso, as taxas altas de juros aplicadas por esses países foram responsáveis por grande parte do aumento da dívida interna no Brasil, Colômbia México e Peru (esse último, apesar de possuir a mais baixa taxa de juros entre os países analisado, quase dobrou o valor da sua taxa de política monetária).

Tabela 40 – Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011

Ano	Taxa de Juros	M2	Cambio real efetivo
1995	-	-	88,7
1996	35,4	34.816	83,3
1997	28,4	43.795	77,8
1998	30,3	48.558	83,2
1999	17,8	53.671	91,5
2000	12,0	56.664	100,0
2001	10,6	62.158	104,1
2002	6,0	66.672	105,8
2003	7,0	74.758	119,5
2004	6,8	88.342	106,9
2005	6,3	104.088	94,7
2006	6,6	122.183	96,1
2007	8,8	144.059	85,7
2008	9,8	168.764	82,1
2009	5,8	177.816	86,8
2010	3,2	195.877	75,4
2011	4,0	-	75,2

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

O Banco Central colombiano buscou minorar o risco creditício, no momento de instabilidade internacional, por meio da aplicação em ativos com melhores qualificações de risco⁸. Além disso, buscou suspender em 2008 os empréstimos em valores de título (diminuindo em 80% as operações vigentes), aumentou a compra de títulos dos governos de economias desenvolvidas, reduziu a duração média do portfólio de investimento. Em resumo, o Banrep adotou uma política de maior seguridade e liquidez em troca de investimentos mais rentáveis, isto é, aumentou o nível de reservas classificadas como capital de trabalho em detrimento das reservas que compõem a seção de investimento. Essas medidas, somadas ao menor impacto sobre o PIB, reduziram o risco de mercado.

Como demonstrado no capítulo 2, os países emergentes, em especial a América Latina, mantiveram altos níveis de reserva nos anos 2000, o que propiciou uma maior credibilidade em relação às políticas adotadas durante a

⁸ As agências como a Moody's e a Fitch Ratings emitem as qualificações creditícias considerando a capacidade da instituição cumprir com as obrigações das dívidas tanto de curto como de longo prazo. Para as de longo prazo, a Standard & Poor's e a Fitch incluem os sinais de + ou - para caracterizar a maior ou menor qualidade dos ativos.

crise, uma vez que o nível de reservas internacionais permite uma maior segurança aos fornecedores de empréstimo internacional e propicia uma maior qualificação dos títulos dos países pelas agências de risco (BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIANO, 2009). José de Gregório (2011) afirma que os países com níveis altos de reserva sofreram menores influências da crise, mais por essas reservas propiciarem uma menor especulação financeira do que sua utilização de fato.

O Banco Central colombiano não possui uma meta clara de taxa de câmbio, mas o uso de suas reservas está de acordo com o objetivo de controle da inflação e organização do mercado cambiário (BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIANO, 2009). Assim, a manutenção da estabilidade monetária por meio do uso de reservas permite o maior controle dos preços e estabilidade financeira, política essa que pôde ser utilizada em 2009 como medida complementar à taxa de juros.

Devido ao maior controle da inflação, a Colômbia atuou com uma política mais expansiva de M2 durante a Crise, uma vez que a inflação tem se mantido dentro da meta estipulada pelo Banco Central e, em algumas situações, manteve-se abaixo da meta fixada entre 2% e 4%, como pode ser notado na tabela abaixo.

Tabela 41 – Índice de preço ao consumidor na Colômbia no período de 1995–2010 (em %)

Ano	IPC (%)
1995	19,5
1996	21,6
1997	17,7
1998	16,7
1999	9,2
2000	8,8
2001	7,7
2002	7,0
2003	6,5
2004	5,5
2005	4,9
2006	4,5
2007	5,7
2008	7,7
2009	2,0
2010	3,2
2011	3,7

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no Banco Central da Colômbia

Considerando essas políticas descritas anteriormente, é difícil afirmar que o governo colombiano estabeleceu uma política de caráter anticíclico como resposta à redução da atividade econômica decorrente da crise financeira em 2008-2009. As políticas de gastos governamentais estiveram reprimidas pelo montante dos déficits fiscais e o custo do endividamento público do país, o que ainda impede uma expansão dos gastos públicos dado o estreito espaço de política fiscal.

3.5 México

As reformas do Sistema Financeiro mexicano, instituída pelo presidente Carlos Salinas de Gortari em 1993, resultaram na autonomia do Banco do México (Banxico) e no controle do orçamento público no intuito de evitar os déficits fiscais do Governo Federal. O banco central optou por utilizar uma política de controle inflacionário por meio do estímulo ao aumento da taxa de juros que resulta em retração do consumo. Essa política foi baseada no *Regimén de Saldos Acumulados* ou *Sistema de Encaje Legal Promedio Cero*, em que as instituições de crédito mantêm uma conta única com o banco central que, por sua vez, estabelece incentivos para que cada banco zere a sua conta no final do dia. Esses incentivos foram criados para que o banco central possa controlar a liquidez do mercado e a manutenção da taxa de juros de mercado.

Atualmente, o México tem se caracterizado como um país com pleno acesso ao mercado financeiro internacional, com regime de metas de inflação (3% do INPC com uma banda de flutuação de 1%) e flexibilização da taxa de câmbio. Tal comportamento macroeconômico tem influenciado diretamente as escolhas de política adotada pelo México após a crise imobiliária dos EUA.

Outro fator importante que tem impactado o governo nas decisões de política anticíclica, em especial das políticas fiscais, é a diferença entre receitas e gastos que caracterizam o espaço para aplicação de políticas públicas expansionistas. O espaço fiscal ou espaço para aplicação de políticas anticíclicas é afetado pelo montante e pelas características da arrecadação tributária dos países, já que há países, como o México, em que o setor público tem uma grande participação na propriedade dos recursos naturais (o petróleo, por meio da PEMEX) e que possuem uma arrecadação altamente

especializada nesses setores (30% da arrecadação tributária mexicana está atrelada às exportações do petróleo), criando, assim uma maior dependência de recursos dessas fontes (CEPAL, 2009b).

Entre os países analisados nesse estudo, o México é o que possui a menor contribuição da arrecadação fiscal em relação ao PIB, o que implica uma limitação do uso da política de isenção fiscal. Além disso, ao contrário dos outros países em que o crescimento econômico ao longo dos anos e às volumosas exportações de commodities provocaram um aumento da arrecadação tributária, o México reduziu a participação tributária em relação ao PIB em quase 3% entre 2002 e 2008. Essa redução dos recursos fiscais se manteve em 2010 devido à contração da arrecadação tributária e à elevada entrada de recursos não recorrentes em 2009. Assim, apesar do crescimento da arrecadação de tributos incididos sobre os setores não petrolíferos, houve redução da arrecadação de 2% em relação ao PIB (CEPAL, 2010).

Tabela 42 – Arrecadação tributária do Governo Central e do Governo Geral do México no período de 1995-2009 (em % do PIB)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Governo Central	10,6	10,3	10,9	11,3	12,2	11,5	12,2	12,5	12,1	10,8	10,6	10,3	10,5	9,8	11,1
Governo Geral	11,1	10,7	11,5	11,8	12,6	11,9	12,7	13,1	12,6	11,3	11,1	10,8	11,1	10,4	11,8

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

A pequena carga tributária mexicana (como pode ser analisado na tabela de acima) dificultou a aplicação de medidas de isenção tributária e redução dos impostos que se restringiram a apenas 10 medidas, como se pode notar no quadro abaixo, que incluíram: a seguridade social, o fomento ao emprego, a simplificação das barreiras alfandegárias, o gasto público, o desenvolvimento em áreas marginais, tarifas elétricas e o financiamento ao banco de desenvolvimento para incentivar a atividade econômica, o emprego e o investimento (CEPAL, 2009a).

Complementariamente, o Banco Central mexicano reduziu a taxa de juros, injetou capital na economia por meio dos financiamentos concedidos pela

Nacional Financiera – Nafin – para as pequenas empresas, e anunciou um pacote de medidas fiscais destinado a aumentar os gastos públicos nos setores energéticos e de saúde, aumentar os investimentos em estradas e no setor petrolífero e prover políticas sociais para conceder trabalhos temporários aos desempregados.

Quadro 05 – Políticas anticíclicas adotadas pelo México no período de crise

Medidas	
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	X
Outras Medidas	
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	X
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	
Diminuição de barreiras tarifárias	X
Financiamento e apoio aos exportadores	
Política cambial e de comércio exterior	
Outras Medidas	
Políticas setoriais	
Habitação	X
Pequena e Média Empresa	X
Agropecuário	X
Turismo	X
Indústria	X
Outras Medidas	X
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	X
Outras medidas	
Financiamento multilateral	X

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

Com relação à provisão de liquidez em moeda nacional, a expansão monetária (M2) foi possível dado o controle das pressões inflacionárias que

tem se mantido dentro da meta estipulada pelo Banco Central. O câmbio, por sua vez, se tornou volátil com a instabilidade econômica em 2009, sofrendo uma intensa depreciação frente ao dólar, que foi rapidamente substituída por uma apreciação da moeda nacional, implicando uma maior presença do Banco Central que teve de lançar mão das reservas nacionais para reduzir a volatilidade cambial e minorar os efeitos da balança comercial negativa.

Tal atuação só foi possível devido à política mexicana de acúmulo de reservas, em que o Banco do México financiou, ao longo dos anos, a aquisição de dólares por meio da base monetária e dos títulos de depósito e regulação monetária. A política de acumulação das reservas no México não está relacionada somente à política cambial adotada pelo país; também sofre influência do Governo, que demanda moeda para os serviços de sua dívida externa e para o Pemex, que oferta moeda resultante da balança Comercial e do endividamento líquido (BANCO DE MÉXICO, 2010). Essa política de acumulação de reservas alinhada à política fiscal estável permitiu um melhor acesso do México no mercado de capitais, além de ter ocasionado uma baixa volatilidade cambial e da taxa de juros ao longo da década de 2000.

As decisões de manutenção e do tamanho do montante das reservas internacionais estão diretamente relacionadas ao regime de câmbio adotado pelo país. O câmbio fixo implica um nível de reservas suficiente para intervir quando a demanda de moeda é maior que a oferta. Já a política cambial de flutuação livre ou administrada é menos dependente das reservas que são utilizadas majoritariamente para reduzir a fragilidade das moedas frente a um stress econômico (BANCO DE MÉXICO, 2010).

Além do regime cambial adotado pelo país, o nível adequado de reservas está relacionado ao grau de intervenção no mercado, ao tamanho dos ativos do Banco Central, ao grau de abertura da economia e à intensidade do uso de dólar no mercado interno. Segundo Werner e Milo (1998), a taxa de câmbio mexicana se manteve estável na década de 90 devido à acumulação de reservas internacionais, uma política fiscal mais concisa e a intervenção da autoridade monetária por meio do desenvolvimento do mercado de câmbio, de opções de venda de dólares e controle inflacionário. Um exemplo dessa participação ativa no mercado de câmbio aconteceu em 1996, quando após reduzir o montante de reservas internacionais durante a crise de 94, a

Comissão de Câmbio optou por aumentar as reservas para obter melhores condições de financiamento externo. Resumidamente, ao longo do período de 1991-2010, as reservas internacionais mexicanas flutuaram de acordo com as políticas adotadas pelo Banco de México: bandas cambiais (1991-1995), período de acumulação de reservas (1995-2001), período de uso das reservas (2003-2009) e retorno da política de acumulação (a partir de 2010).

Tabela 43 – Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011

Ano	Taxa de Juros	M2	Cambio real efetivo
1995	48,4	-	151,3
1996	31,5	725.207	135,7
1997	19,8	864.571	118,2
1998	24,8	1.060.790	118,4
1999	21,4	1.161.205	108,2
2000	15,2	1.128.720	100,0
2001	11,3	1.197.714	94,3
2002	7,1	1.218.601	94,1
2003	6,2	1.383.215	104,5
2004	6,8	1.503.855	108,3
2005	9,2	1.807.559	104,5
2006	7,2	1.959.819	104,6
2007	7,2	2.217.035	105,8
2008	7,8	2.583.906	108,8
2009	5,7	2.695.943	123,9
2010	4,5	2.929.218	114,2
2011	4,5	-	109,0

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Com relação às taxas de juros e à política monetária, ao longo do período analisado o México manteve altas taxas de juros que implicaram um aumento da dívida interna mexicana. Com a desaceleração econômica dos EUA, o país optou por reduzir a taxa de juros praticada em 2010, passando para 4,5%. Além disso, o Banco Mexicano estabeleceu uma linha de swaps com a Reserva Federal dos Estados Unidos, o Banco Mundial, o BID e o FMI (o governo Calderón captou uma linha de crédito com o FMI, em 2009, no valor de 36 bilhões de dólares para manter a liquidez interna).

3.6 Peru

O Peru, devido ao seu modelo primário exportador e a sua consequente dependência da economia externa, foi fortemente impactado pela crise imobiliária dos EUA e pela redução da demanda dos países desenvolvidos. A forte queda dos preços das commodities no primeiro momento da crise implicou uma mudança das estratégias de política econômica peruana, que consistia no controle inflacionário e na redução dos déficits públicos. Assim, o Peru passou a adotar políticas de caráter anticíclico, a exemplo dos outros países da América Latina.

A redução da demanda interna e do consumo privado no Peru refletiu na desaceleração dos investimentos privados (variação real de -15,1%). Para atenuar esses efeitos, o governo implementou uma política de maior investimento e de consumo público, apresentando este um crescimento de 16,5%, reflexo do consumo de bens e serviços do governo nacional e dos governos subnacionais (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

Assim, o governo anunciou um plano de expansão fiscal para os setores de infraestrutura (como o projeto de melhoria dos portos – Enapu), para as empresas de eletricidade e fornecimento sanitário, para os setores mais afetados pela crise (pequenas e médias empresas, o setor exportador e os trabalhadores) e para conceder proteção social. Para financiar o aumento do gasto público, o governo contou com o Fundo de Estabilização Fiscal, além da flexibilização da Lei de Responsabilidade Fiscal.

O investimento privado foi incentivado pelo Estado como medida anticíclica por meio de concessões, concentrando-se principalmente nos setores de transportes e comunicações, saneamento básico e eletricidade. O crédito ao setor privado se expandiu no Peru a uma taxa de 9,2% em relação ao ano anterior, aumentando a participação de créditos em moeda nacional e uma desaceleração do endividamento em moeda estrangeira. Devido a isso, o coeficiente de dolarização do crédito ao setor privado reduziu em 6% entre os anos de 2008-2009. Em comparação ao ano de 2008, as empresas do setor industrial e comercial (principalmente as atividades relacionadas ao comércio exterior) demandaram uma menor quantidade de crédito que foi substituído pela emissão de ações no mercado de capitais.

Quadro 06 – Políticas anticíclicas adotadas pelo Peru no período de crise

Medidas	
Política monetária e financeira	
Modificação do encaixe bancário	X
Provisão de liquidez em moeda nacional	X
Mudança na taxa de política monetária	X
Outras Medidas	
Política Fiscal	
Redução dos impostos, aumento de subsídios e benefícios tributários	
Aumento ou antecipação do gasto	X
Outras medidas	X
Política cambial e de comércio exterior	
Provisão de liquidez em moeda estrangeira (a)	X
Aumento de barreiras tarifárias ou restrições a importação	
Diminuição de barreiras tarifárias	
Financiamento e apoio aos exportadores	X
Política cambial e de comércio exterior	
Outras Medidas	
Políticas setoriais	
Habitação	X
Pequena e Média Empresa	X
Agropecuário	
Turismo	
Indústria	X
Outras Medidas	
Políticas sociais e de trabalho	
Política de trabalho	X
Programas sociais	X
Outras medidas	
Financiamento multilateral	

Fonte: Quadro adaptado da Cepal (2009a).

Observações: (a) Não incluem os Bancos Centrais que atuaram vendendo divisas no mercado de câmbio.

O aumento dos gastos do governo central em 2009 decorreu das medidas apresentadas anteriormente, que visaram reduzir os impactos da instabilidade econômica nacional e seus consequentes reflexos sobre a economia interna desses países. A análise do resultado primário, apresentado no capítulo anterior, permite identificar o aumento dos gastos públicos e os efeitos da crise econômica internacional que resultou em um valor negativo de 0,4 milhões (em dólares) do Governo Central, de -0,8 milhões do Governo

Geral e -0,3 milhões do Setor Público não financeiro. As entradas correntes do governo central em 2009 foram equivalentes a 15,6% do PIB (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009), valor inferior ao ano de 2008 devido à redução da arrecadação tributária (Imposto de Renda, *Impuesto General a las Ventas*) resultante de uma desaceleração da atividade econômica e dos preços internacionais de produtos como o metal (reduzindo o valor FOB das mercadorias).

A volatilidade dos preços internacionais do petróleo durante os momentos de crise prejudicou substancialmente os países, em maior escala aqueles que dependem da importação de petróleo. O Peru optou por dar continuidade a sua política de sustentação dos preços por meio da utilização do *Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles Derivados Del Petróleo* (FEPC), que teve parte da sua dívida financiada pelas transferências do *Ministerio de Energía y Minas* (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

A alta volatilidade externa implicou medidas de maior controle das dívidas interna e externa dos países emergentes, com objetivo de reduzir o impacto econômico frente aos desequilíbrios externos. O governo peruano optou por administrar sua dívida pública por meio da redução do montante da dívida atrelado à moeda externa e renegociação dos prazos mais curtos dos seus vencimentos, resultando em uma redução do montante total da dívida pública. Essa medida resultou em um pagamento da dívida com os países membros do *Club de París*, financiado por emissão de títulos globais. Esses títulos emitidos pelo governo peruano tiveram a sua qualificação elevada pela agência internacional Moody's, permitindo uma maior possibilidade de financiamento internacional desse país, já que o Peru absorveu o choque externo de uma forma positiva, evitando maiores recessões econômicas internas.

De acordo com o estudo da Cepal (2009a), no Peru houve medidas monetárias de caráter expansivo por meio da redução do encaixe bancário – atingindo 6% da taxa de encaixe mínimo e 30% do encaixe em moeda estrangeira – e da manutenção da liquidez em moeda nacional. O intuito do Banco Central peruano foi de atenuar o impacto negativo da crise, fomentando condições monetárias e creditícias mais flexíveis, o que foi possível por meio

da redução da taxa de juros. Essas medidas permitiram uma injeção de liquidez de 9,6% do PIB (crescimento de 15% da liquidez), elevando em 9,2% o fluxo de crédito privado (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

A política monetária do Banco Central peruano se concentrou na demanda agregada que havia sido afetada pela redução das exportações e dos fluxos de investimento. Assim, o BCRP implementou uma política de redução das taxas de juros (chegou a diminuir 525 pontos básicos da taxa, passando de um patamar de 6,5% em janeiro de 2009 para 1,25% em agosto do mesmo ano) e medidas auxiliares para incentivar o crédito interno (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

Essas medidas complementares para fortalecer a política monetária de liquidez e crédito foram realizadas por meio da ampliação das operações de swaps, medida que injetou liquidez principalmente nos segmentos financeiros. Além disso, o Banco Central ampliou a liquidez concedida para os bancos comerciais por meio da redução das taxas de redesconto, em troca da comercialização de carteiras de elevada qualidade creditícia. As operações de compra com compromisso de recompra constituíram o meio mais importante de injeção de liquidez em moeda nacional por parte do Banco Central peruano para as instituições financeiras.

Tabela 44 – Políticas monetárias adotadas pelo Peru no período de 1995-2011

País	Peru		
	Discriminação	Taxa de Juros	M2
1995	-	-	92,4
1996	-	10.276	90,0
1997	-	12.915	90,3
1998	-	12.604	92,2
1999	-	14.069	101,7
2000	-	14.418	100,0
2001	6,6	16.373	98,2
2002	2,9	18.109	95,9
2003	3,2	20.014	99,9
2004	2,7	25.639	100,0
2005	3,0	30.637	101,1
2006	4,3	36.152	104,0
2007	4,7	48.641	104,1
2008	5,9	59.866	100,3
2009	3,3	66.518	99,9
2010	2,1	89.371	96,4
2011	4,0	-	99,9

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados na Cepal (disponível em: <http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>)

Com relação às taxas de juros e à política monetária, o Peru, como exposto na tabela acima, mantém uma das mais baixas taxas de juros aplicadas, quando comparado aos outros países da América Latina. Essa medida, no entanto, não tem interferido na atração do capital externo, cujo interesse está voltado para a rentabilidade da bolsa de valores e dos títulos públicos peruanos (considerados mais estáveis, dado o crescimento do país alinhado a uma política de redução dos déficits públicos).

Por se caracterizar como uma economia dolarizada (50% das obrigações das instituições financeiras estão denominadas em dólar), o Peru necessita de uma constante atuação do *Banco Central de Reserva del Perú* (BCRP) para manter as condições de liquidez, a posição financeira das instituições, a evolução do crédito bancário, o controle inflacionário por meio das metas de inflação (meta de 2% de inflação ao ano), os fluxos financeiros em moeda estrangeira e o controle dos capitais de curto prazo. Para efetividade de suas ações, o BCRP utilizou a taxa de juros, os mecanismos de encaixe bancário e a formação de reservas para manter a liquidez e reduzir os

riscos de dolarização, mantendo a posição adequada de liquidez internacional nas instituições financeiras.

Durante o intervalo de 2004-2008, a produtividade e a taxa de juros no Peru cresceram sustentavelmente. Devido ao influxo de capitais, o BCRP optou por realizar uma política de redução das taxas de encaixe em moeda nacional e estrangeira e acumulação de ativos mais líquidos pelos bancos. Os mecanismos de liquidez, como afirma Rojas (2010), incluem operações de *Repo* e *Swap* que permitiram, durante o período de restrição de crédito internacional, prover liquidez em moeda nacional e estrangeira.

O Plano de Estímulo Econômico gerou um aumento de 13% do gasto não-financeiro e de 41% dos gastos de capital, o que gerou um déficit fiscal acentuado pela redução da contribuição tributária decorrente da desaceleração econômica. Por outro lado, a conta corrente gerou um superávit devido ao crescimento moderado. A intervenção do governo no mercado cambial se deu a partir da compra e venda de moeda estrangeira (intervenção direta), com o objetivo de reduzir os riscos de uma economia dolarizada como a peruana. Tal política resultou em uma acentuação das reservas internacionais líquidas que passou a constituir 26% do PIB (BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ, 2009).

Dada a recuperação econômica do país, já no início de 2010 (17,4% de crescimento do PIB no ano de 2010), somada às pressões de apreciação das moedas e ao aumento dos preços das commodities (em especial dos metais), as autoridades monetárias decidiram reduzir os incentivos fiscais e monetários, evitando, assim, expressivos gastos governamentais. O Peru aprovou medidas para reduzir o gasto corrente com bens e serviços, aumentou a arrecadação proveniente do imposto de renda e impostos sobre os serviços, reduzindo, assim, o déficit público quando comparado a 2009. No entanto, essas reduções não implicaram uma restrição fiscal; pelo contrário, o gasto não financeiro do governo aumentou devido às obras de infraestrutura, e o gasto financeiro foi expandido devido às despesas relacionadas à dívida interna.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O auge econômico vivido pelos países da América Latina nos anos 2000 esteve relacionado: à aceleração do preço das commodities; à liquidez externa e às novas condições de financiamento externo, dada a redução dos riscos estabelecidos pelas agências qualificadoras; aos elevados montantes de remessas que permitiram resultados positivos na conta corrente e à adoção de uma política macroeconômica mais consciente, com uma balança fiscal controlada, com altas taxas de juros que puderam ser reduzidas durante a crise (ao contrário dos países centrais que, no início da crise, já possuíam taxas de juros próximas a zero, não utilizando essa taxa como instrumento de reaquecimento da demanda) e o balanço de pagamento equilibrado. Os fluxos de capitais externos permitiram um aumento das reservas internacionais que asseguraram uma política de câmbio favorável e permitiram uma redução do endividamento externo. Essa redução do endividamento público externo permitiu uma maior atuação do governo em relação aos gastos públicos em programas sociais e de promoção econômica, sem implicar um resultado primário negativo.

O cenário externo, durante a recessão econômica mundial, se manteve favorável, em decorrência da adoção de políticas monetárias expansivas por parte dos países desenvolvidos e do aquecimento da demanda por commodities, recuperando rapidamente os preços dessas. Essa abundante liquidez externa permitiu a entrada de capitais especulativos nos países analisados, afoitos pelos ganhos financeiros dos títulos públicos cada vez mais estáveis e com taxas de juros superiores às aplicadas pelos países desenvolvidos afetados pela crise. O crescimento da confiança no desempenho econômico desses países foi incentivado, também, pela criação por parte dos Bancos Centrais das linhas de crédito em moeda nacional e internacional, que refletiram uma queda no prêmio de risco dada a elevação do grau de solvabilidade.

Respondendo ao questionamento levantado nesse trabalho, o comportamento equilibrado dos países analisados durante os anos 2000 e as condições externas permitiram que a região da América Latina não fosse atingida de uma forma descomunal pela crise do *subprime*, tal como aconteceu

nas crises da década de 80 e 90. Nessa crise, o governo e o Banco Central desses países puderam agir por meio de políticas anticíclicas que mantiveram a demanda interna ativa e não aprofundaram o impacto sobre os resultados da economia nacional (PIB, emprego, dívidas e resultado primário). A flexibilização da moeda foi essencial aos países para enfrentar o choque externo sem prejudicar a inflação e gerar desequilíbrios financeiros. Os preços das commodities, por sua vez, permitiram a recuperação da Balança Comercial e a manutenção das reservas internacionais, incentivadas também pela entrada constante dos fluxos de capitais externos.

Todavia, a recuperação dos países ocorreu de forma diferenciada, uma vez que os mesmos assumiram algumas políticas nacionais e internacionais distintas, ao longo dos anos. Países como o México, que possuem uma relação limitada com a China, não usufruíram do aumento dos preços das commodities e, em algumas situações, foram prejudicados com esse cenário, dada a dependência de importação desses produtos, gerando uma pressão inflacionária. Os países que possuíam uma forte dependência da economia norte-americana e das remessas do exterior sentiram com a recuperação mais lenta dos países avançados. Outra restrição da recuperação se fez por parte dos países que possuíam um menor espaço para aplicação de políticas anticíclicas, em razão das fontes de receita restritas (como o México, que possui uma baixa participação dos tributos na receita nacional) e do volume dos gastos públicos que geraram, ao longo dos anos 2000, resultados ínfimos da conta pública nacional (como a Colômbia, que adotou políticas que podem ser denominadas cíclicas, uma vez que os gastos públicos sofreram grandes aumentos nos momentos de crescimento econômico). Por outro lado, países como o Brasil e o Chile recuperaram rapidamente o crescimento econômico, o que implicou pressões inflacionárias e a consequente redução ou até mesmo finalização das políticas adotadas em 2009 de cunho anticíclico.

O ano de 2010 foi marcado, em geral, por uma forte recuperação das economias emergentes e a necessidade de adotar estratégias de moderação dos impulsos sobre a demanda proveniente das políticas públicas. Na segunda metade do ano, apesar do crescimento das exportações, a variação cambial provocou uma deterioração da balança comercial, impactando negativamente a conta corrente da região. O ano de 2011, dado o desdobramento e

aprofundamento da crise nos países europeus, se mostrou instável em relação aos resultados econômicos dos países latino-americanos. A crise do *subprime* impactou severamente a economia norte-americana, que tem se recuperado lentamente ao longo dos últimos seis anos. O seu desdobramento desenrolou um processo de novas crises na Zona do Euro, que tem prolongado o ambiente de incertezas sobre todas as economias nacionais. Apesar dos resultados apresentados pelos países latino-americanos nos anos de 2010 e 2011, faz-se necessário manter cautela em relação à sustentação econômica desses países e o controle de suas contas fiscais, da inflação e da dívida pública.

REFERÊNCIAS

ABE, Mirian Mayumi. **A crise de 2008 e seu impacto em países economicamente dependentes de commodities**. São Paulo, 2011.

ALFARO, Rodrigo; CIFUENTES, Rodrigo. **Estabilidad Financiera, Política monetária y banca central: Una introducción**. Economía Chilena. Volumen 12 - nº2. Agosto, 2009.

ARAUJO, Victor Leonardo; GENTIL, Denise Lobato. Avanços, recuos, acertos e erros: Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada 1602**. Rio de Janeiro. Março, 2011.

BANCO CENTRAL DEL CHILE. Séries especiais. Disponível em: <www.bcentral.cl>.

BANCO CENTRAL DEL CHILE. Informe de Política Monetária. Dezembro, 2010. Disponível em: <www.bcentral.cl>. Acesso em: 02/04/2011.

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DE LA ARGENTINA. Séries Especiais. Disponível em: <www.bcra.gov.ar>.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ. Séries Especiais. Disponível em: <www.bcrp.gob.pe>.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ. **Memória**. 2009. Disponível em: <www.bcrp.gob.pe>. Acesso em: 09/04/2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Séries Especiais. Disponível em: <www.bacen.org.br>.

BANCO DE LA REPUBLICA DE COLÔMBIA. Séries Especiais. Disponível em: <www.banrep.gov.co>.

BANCO DE LA REPUBLICA DE COLÔMBIA. **Administración reservas internacionales**. Março, 2009. Disponível em: <www.banrep.gov.co>. Acesso em: 06/04/2011.

BANCO DE MÉXICO. Séries Especiais. Disponível em: <www.banxico.org.mx>.

BANCO DE MÉXICO. **La Conducción de la Política Monetaria Del Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios**. 2010. Disponível em: <www.banxico.org.mx>.

BATISTA JUNIOR, Paulo Nogueira. **Vulnerabilidade externa da economia brasileira**. Estudos Avançados 16 (45), 2002. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142002000200011>. Acesso em: 31/07/2011.

BID (Inter-American Development Bank). **The aftermath of the crisis: policy lessons and challenges ahead for Latin America and the Caribbean**. Março, 2010. Disponível em: <http://www.iadb.org/research/pub_desc.cfm?pub_id=B-642>. Acesso em: 01/05/2010.

BIS (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS). **79th Annual Report**. Junho, 2009. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2009e.pdf>>. Acesso em: 01/05/2010.

BORGES, Fábio; LIMA, Suely. **Os impactos da crise internacional de 2008 no Brasil e México: semelhanças e diferenças**. 2009.

CARCANHOLO, Marcelo; PINTO, Eduardo; FILGUEIRAS Luiz; GONÇALVES Reinaldo. **Crise financeira internacional: Natureza e impacto**. Maio 2008. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/hpp/mostraArtigos.php?idprof=77&cat=1>>. Acesso em: 25/04/2010.

CARRERA, Jorge. Turbulencias financieras impacto en economías desarrolladas y emergentes. **Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA**. Anales 2008. 1a ed. - Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina. 2009. Disponível em <<http://www.bcra.gov.ar>>. Acesso em 11/11/2011.

CASTINEIRA, Ramiro. La crisis del euro y su impacto en Argentina. **Debates de Actualidad**. Junho, 2010.

CEPAL. **La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional**: una presentación sintética de las medidas de política

anunciadas hasta el 30 de septiembre de 2009. 2009a. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>. Acesso em: 25/04/2010

CEPAL. **Balance Preliminar de las economías de América Latina y El Caribe**. 2009. 2009b. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>. Acesso em: 25/04/2011.

CEPAL. **Balance Preliminar de las economías de América Latina y El Caribe**. 2010. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>. Acesso em: 25/04/2011

CEPAL. **Panorama da inserção internacional da América Latina e Caribe: A região na década das economias emergentes**. 2011. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>. Acesso em: 30/10/2011.

CEPALSTAT. Disponível em: <<http://websie.eclac.cl/infest/ajax/cepalstat.asp?carpeta=estadisticas>>

CHECKI, Terrence. Mercados emergentes: Administrando los tiempos de bonanza. **Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA - Anales 2008**. Banco Central de la República Argentina, 2008. Disponível em: <www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/jornadas09_esp.pdf>. Acesso em: 15/04/2011.

CHESNAIS, F. **O capitalismo tentou romper seus limites históricos e criou um novo 1929, ou pior**. Revista Herramienta. 2008. Disponível em: <<http://deolhonarachadura.blogspot.com/2009/01/franois-chesnais-ocapitalismotentou.html>>. Acesso em: 15/11/2011.

CIOCCA, Pierluigi. **1929 e 2009: duas crises comensuráveis?** Estudos Avançados 23 (66), 2009. Disponível em: <<http://bases.bireme.br/cgi-bin/wxislind.exe/iah/online/?IscScript=iah/iah.xis&src=google&base=LILACS&lang=p&nextAction=Ink&exprSearch=521604&indexSearch=ID>>. Acesso em: 30/11/2011.

CONESA, Eduardo. **La crisis financiera internacional actual y su impacto en la Argentina**. 2009.

DAMILL, Mario e FRENKEL, Roberto. **Las políticas macroeconómicas en la evolución reciente de la economía argentina**. 2009. Disponível em: <www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/PaperFrenkel_Damill.pdf>. Acesso em: 09/03/2010.

FED FUNDS. Disponível em: <www.federalreserve.gov>

FERNÁNDEZ-ARIAS, E.; MONTIEL, P. **Crisis Response in Latin America: Is the 'Rainy Day' at Hand?** Research Department Working, Paper 686, Inter-American Development Bank. Junho, 2009.

FMI. **Regional Economic Outlook: Western Hemisphere.** Washington, DC: International Monetary Fund. Outubro, 2009a. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs>>. Acesso em: 25/04/2010.

FMI. **World Economic Outlook: Perspectivas de la economía mundial. Crisis y recuperación.** Washington, DC: International Monetary Fund. Abril, 2009b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 31/07/2011.

FMI. **World Economic Outlook: Perspectivas de la economía mundial. La vivienda y el ciclo económico.** Washington, DC: International Monetary Fund. Abril, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 31/07/2011.

FMI. **World Economic Outlook: Perspectivas de la economía mundial. Recuperación, riesgo y reequilibrio.** Washington, DC: International Monetary Fund. Outubro, 2010. Disponível em: <<http://www.imf.org>>. Acesso em: 31/07/2011.

FRENKEL, Roberto. La apreciación Del tipo de cambio real desde 2007. **Iniciativa para la Transparencia Financiera.** 2009. Disponível em: <www.itf.org.ar>. Acesso em: 09/09/2011.

FRENKEL, Roberto. Política monetária e inflación em Argentina. **Iniciativa para la Transparencia Financiera.** 2008. Disponível em: <www.itf.org.ar>. Acesso em: 09/09/2011.

FRENKEL, Roberto e RAPETTI, Martin. La crisis mundial desde la perspectiva de los países en desarrollo: algunas reflexiones. **Revista Nueva Sociedad.** N.º 224, novembro-dezembro, 2009a. Disponível em: <www.nuso.org>. Acesso em: 09/03/2010.

FRENKEL, Roberto e RAPETTI, Martin. **Flexibilidad cambiaria y acumulación de reservas en América Latina.** Lectura 50. ITF – CEDES. Dezembro, 2009b. Disponível em: <http://www.itf.org.ar/lectura_detalle.asp?id=50>. Acesso em: 09/03/2010.

GARAY, Luis Jorge. Hacia la apertura econômica 1989 – 1990. **Colômbia: estructura industrial e internacionalización 1967 – 1996**. 2004.

GREGORIO, José de. Chile Frente a la Recesión Mundial del 2009. **Documentos de Política Económica**, n°30. BANCO CENTRAL DE CHILE, Março de 2009. Disponível em: <www.bcentral.cl/estudios/documentos-politica.../pdf/dpe30.pdf>. Acesso em: 03/04/2011.

GREGORIO, José de. Acumulación de Reservas Internacionales em Economías Emergentes. **Documentos de Política Económica**. Banco Central de Chile. 2011.

HENAO, Rafael Gómez. **Historia Económica de Colombia a partir de la apertura: 1990 – 2002**. Programa de Modernización de la Economía Colombiana 2465. 2003.

HERAULT, Alejandro Reveiz e RINCÓN, Carlos Eduardo León. **Índice representativo del mercado de deuda pública interna: IDXTES**. Borradores de Economía, n° 488. 2008. Disponível em: <<http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra488.pdf> >. Acesso em: 06/04/2011.

HOLLAND, Márcio. **Inserção comercial do Brasil na América do Sul: um estudo sobre os efeitos da China na região**. Texto para discussão 248. Março, 2010. Disponível em: <<http://econpapers.repec.org/paper/fgveesptd/248.htm>>. Acesso em: 30/01/2011.

JIMÉNEZ, Juan P.; TROMBEN, Varinia. Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe. Santiago, **Revista de la Cepal**, 90, dic., p. 61-86. 2006.

KALMANOVITZ, Salomón. **Recesión y recuperación de la economía colombiana**. 2004. Disponível em: <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=995678>>. Acesso em: 30/01/2011.

KROSZNER, Randall. Los Estados Unidos y el sistema financiero internacional: ¿Una realidad distinta? Cómo resolver dos enigmas de las cuentas internacionales. **Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA - Anales 2008**. Banco Central de la República Argentina, 2008. Disponível em: <www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/jornadas09_esp.pdf>. Acesso em: 15/04/2011.

LEHMAN, Sergio. China en la economía global y su impacto sobre el desempeño de América Latina. **Documentos de Política Económica**, n°39. BANCO CENTRAL DE CHILE, 2010. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/chb/bcchep/39.html>>. Acesso em: 11/04/2011.

LOZANO, Luis Ignacio. **Caracterización macro de la política fiscal em Colômbia y postura frente a la crisis global (2008-2009)**. Cuadernos de Economía, 30 (54). 2011.

MENDOZA, Marco; REINOSO, Gustavo. **Lecciones del desarrollo del mercado de capitales en Chile**. Revista Moneda, 2010. Disponível em: <<http://econpapers.repec.org/article/rbpmmoneda/moneda-146-04.htm>>. Acesso em: 11/04/2011.

OCAMPO, José Antonio. **La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana**. Revista de la CEPAL 93. Dezembro, 2007. Disponível em: <<http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/8/31948/Ocampo.pdf>>. Acesso em: 15/04/2011.

OCAMPO, José Antonio. Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual. **Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA - Anales 2008**. Banco Central de la República Argentina, 2008. Disponível em: <www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/jornadas09_esp.pdf>. Acesso em: 15/04/2011.

PRATES, D. M. e CUNHA, A. M. **Estratégias macroeconômicas depois da crise financeira global: o Brasil e os emergentes**. Indicadores Econômicos FEE, Vol. 39, No 1. 2011.

PRATES, D. M. e CINTRA, M. A. M. Os países emergentes diante da crise financeira global. **Anais do II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Porto Alegre. Setembro, 2009.

PRATES, D. M. A alta recente dos preços das commodities. **Revista de Economia Política**. Vol. 27, n° 3. (107), pp. 323-344, julho-setembro/2007.

SALAMA, Pierre. **Argentina, Brasil e México diante da crise internacional**. Estudos Avançados 23 (65). 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n65/a03v2365.pdf>>. Acesso em: 09/09/2011.

SALINAS Callejas, Edmar; TAVERA Cortés, María Elena. **La transición de la economía mexicana 1982-2004**. Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Janeiro, 2007. Disponível em: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/vidal_guillen/17SalinasC-TaveraC.pdf>. Acesso em: 09/09/2011.

SANTOS, Leandro Bruno. **Papel do BRIC na Economia Mundial**. Mercator - volume 9, número 19. 2010. Disponível em: <<http://www.mercator.ufc.br/index.php/mercator/article/viewArticle/377>>. Acesso em: 30/01/2011.

VANOLI, Alejandro. **La crisis de las hipotecas “subprime” y el rol de IOSCO**. Lectura 34. ITF – CEDES. 2008. Disponível em: <<http://www.itf.org.ar/pdf/lecturas/lectura34.pdf>>. Acesso em: 09/03/2010.

VEIGA, Pedro da Motta e RIOS, Sandra Polónia. **A emergência asiática e a América Latina: implicações económicas atuais e prospectivas**. Plataforma Democrática. Abril, 2010. Disponível em: <<http://www.itfplataformademocratica.org>>. Acesso em: 02/03/2011.

XIAOLIAN, Hu. Acontecimientos recientes en la economía China y respuestas de política. **Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA - Anales 2008**. Banco Central de la República Argentina, 2008. Disponível em: <www.bcra.gov.ar/pdfs/investigaciones/jornadas09_esp.pdf>. Acesso em: 15/04/2011.

WERNER Alejandro e MILO, Alexis. **Acumulación de Reservas Internacionales a través de la venta de opciones: el caso de México**. Documento de Investigación No. 980. Dirección General de Investigación Económica. Banco de México. Abril, 1998.

WORLD DATABANK. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org>>

ANEXO

1. Balanço de Pagamento (US\$ MM)

1.1 Argentina

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cuenta corriente	-3780	8767	8140	3212	5274	7768	7354	6756	11085	3016
Mercancías	7385	17178	16805	13265	13087	13958	13456	15423	18526	14266
Exportaciones fob	26543	25651	29939	34576	40387	46546	55980	70019	55672	68134
Importaciones fob	19158	8473	13134	21311	27300	32588	42525	54596	37146	53868
Servicios	-3863	-1460	-1193	-1331	-992	-501	-513	-1284	-1191	-962
Exportaciones de servicios	4627	3495	4500	5288	6634	8023	10363	12156	11038	13112
Importaciones de servicios	8490	4956	5693	6619	7626	8523	10876	13440	12229	14074
Rentas	-7727	-7491	-7975	-9283	-7305	-6150	-5942	-7552	-8956	-9942
Renta de la inversión	-7731	-7466	-7950	-9244	-7254	-6090	-5870	-7494	-8887	-9882
Intereses	-7473	-7696	-7317	-6956	-3359	-1151	-629	-1400	-2260	-2723
Crédito	4689	2653	2615	2818	3238	3993	5072	4205	2140	1680
Débito	12162	10349	9932	9774	6598	5143	5701	5605	4400	4403
Utilidades y Dividendos	-258	230	-633	-2287	-3895	-4939	-5241	-6094	-6627	-7159
Crédito	635	350	451	861	1023	1638	1487	1324	1292	941
Débito	893	120	1084	3149	4917	6577	6728	7418	7919	8100
Otras Rentas	4	-25	-26	-39	-51	-60	-72	-58	-69	-60
Transferencias corrientes	424	540	504	561	484	459	353	170	2706	-346
Cuenta capital y financiera	-5442	-11404	-3173	1574	3472	-5401	5680	-7809	-9330	3858
Cuenta capital	157	406	70	196	89	97	121	181	74	78
Activos no financieros no producidos	157	406	70	196	89	97	121	181	74	78
Cuenta financiera	-5598	-11810	-3243	1378	3383	-5498	5559	-7990	-9404	3780
Sector Bancario	11588	-2573	-3001	-3097	-4356	-10508	1583	1733	-986	-2566
BCRA	10743	-1808	-868	-1990	-2922	-10400	1493	1823	-1404	-2910
Otras entidades financieras	845	-765	-2133	-1107	-1434	-108	90	-90	417	344
Sector Público no Financiero	-3388	3618	4641	4974	3428	3437	2404	-517	-732	2243
Gobierno Nacional (2) (3)	-2926	3683	4739	5043	3344	2957	2158	-298	-632	520
Gobiernos Locales	-59	237	167	191	334	809	448	-102	-65	1784
Empresas y otros	-404	-302	-265	-260	-251	-329	-202	-117	-35	-61
Sector Privado No Financiero	-13798	-12856	-4882	-499	4311	1573	1572	-9206	-7685	4103
Errores y Omisiones Netos	-2861	-1878	-1387	533	111	1163	63	1062	-409	-2717
Variación de Reservas Internacionales	-12083	-4516	3581	5319	8857	3530	13098	9	1346	4157
Reservas Internacionales del BCRA	-12005	-4437	3643	5527	8431	3960	14139	210	1582	4222
Ajuste por tipo de pase	79	79	62	208	-426	430	1041	201	235	65
ITEM DE MEMORANDUM										
Importaciones CIF	20320	8990	13851	22445	28687	34154	44708	57463	38786	56502

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central da Argentina

1.2 Brasil

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Balança comercial (FOB)	2650	13121	24794	33641	44703	46457	40032	24836	25290	20221
Exportação de bens	58223	60362	73084	96475	118308	137807	160649	197942	152995	201915
Importação de bens	-55572	-47240	-48290	-62835	-73606	-91351	-120617	-173107	-127705	-181694
Serviços e rendas (líquido)	-27503	-23148	-23483	-25198	-34276	-37120	-42510	-57252	-52930	-70373
Serviços	-7759	-4957	-4931	-4678	-8309	-9640	-13219	-16690	-19245	-30807
Receita	9322	9551	10447	12584	16047	19476	23954	30451	27728	31821
Despesa	-17081	-14509	-15378	-17261	-24356	-29116	-37173	-47140	-46974	-62628
Rendas	-19743	-18191	-18552	-20520	-25967	-27480	-29291	-40562	-33684	-39567
Receita	3280	3295	3339	3199	3194	6462	11493	12511	8826	7353
Despesa	-23023	-21486	-21891	-23719	-29162	-33942	-40784	-53073	-42510	-46919
Transferências unilaterais correntes	1638	2390	2867	3236	3558	4306	4029	4224	3338	2788
TRANSAÇÕES CORRENTES	-23215	-7637	4177	11679	13985	13643	1551	-28192	-24302	-47365
CONTA CAPITAL E FINANCEIRA	27052	8004	5111	-7523	-9464	16299	89086	29352	71301	99662
Conta capital	-36	433	498	372	663	869	756	1055	1129	1119
Conta financeira	27088	7571	4613	-7895	-10127	15430	88330	28297	70172	98543
Investimento direto	24715	14108	9894	8339	12550	-9380	27518	24601	36033	36919
Investimento brasileiro direto	2258	-2482	-249	-9807	-2517	-28202	-7067	-20457	10084	-11519
Participação no capital	1752	-2402	-62	-6640	-2695	-23413	-10091	-13859	-4545	-26782
Empréstimo intercompanhia	505	-81	-187	-3167	178	-4789	3025	-6598	14629	15263
Investimento estrangeiro direto	22457	16590	10144	18146	15066	18822	34585	45058	25949	48438
Participação no capital	18765	17118	9320	18570	15045	15373	26074	30064	19906	40117
Empréstimo intercompanhia	3692	-528	823	-424	21	3450	8510	14994	6042	8321
Investimentos em carteira	77	-5119	5308	-4750	4885	9081	48390	1133	50283	63011
Investimento brasileiro em carteira	-795	-321	179	-755	-1771	6	286	1900	4125	-4784
Ações de companhias estrangeiras	-1121	-389	-258	-121	-831	-915	-1413	257	2582	6211
Títulos de renda fixa	326	67	437	-633	-940	921	1699	1643	1542	-10995
Investimento estrangeiro em carteira	872	-4797	5129	-3996	6655	9076	48104	-767	46159	67795
Ações de companhias brasileiras	2481	1981	2973	2081	6451	7716	26217	-7565	37071	37684
Títulos de renda fixa	-1609	-6778	2156	-6076	204	1360	21887	6798	9087	30111
Derivativos	-471	-356	-151	-677	-40	41	-710	-312	156	-112
Ativos	567	933	683	467	508	482	88	298	322	133
Passivos	-1038	-1289	-834	-1145	-548	-441	-799	-610	-166	-245
Outros investimentos	2767	-1062	-10438	-10806	-27521	15688	13131	2875	-16300	-1274
Outros investimentos brasileiros	-6585	-3211	-9752	-2085	-5035	-8416	-18552	-5269	-30376	-42575
Outros investimentos estrangeiros	9353	2150	-686	-8721	-22486	24104	31683	8143	14076	41301
ERROS E OMISSÕES	-531	-66	-793	-1912	-201	628	-3152	1809	-347	-3197
RESULTADO DO BALANÇO	3307	302	8496	2244	4319	30569	87484	2969	46651	49101

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Brasil

1.3 Chile

Discriminación	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. CUENTA CORRIENTE	-1100	-580	-779	2074	1449	7154	7458	-3307	2570	3802
A. BIENES Y SERVICIOS	999	1684	3105	8839	10153	22149	22954	7565	12673	14836
a. Bienes	1843	2386	3723	9585	10775	22780	23941	8529	14117	15855
1. Exportaciones	18272	18180	21664	32520	41267	58680	67972	66259	54004	71028
2. Importaciones	-16428	-15794	-17941	-22935	-30492	-35900	-44031	-57730	-39888	-55174
b. Servicios	-844	-701	-618	-746	-621	-631	-987	-964	-1444	-1019
1. Créditos	4138	4386	5070	6034	7134	7830	8962	10823	8634	10797
2. Débitos	-4983	-5087	-5688	-6780	-7755	-8462	-9950	-11787	-10078	-11816
B. RENTA	-2526	-2847	-4489	-7837	-10487	-18401	-18625	-13802	-11666	-15424
1. Remuneración de empleados	-4	-3	-4	-4	-3	-3	-3	-3	-1	-2
2. Renta de la inversión	-2522	-2843	-4485	-7833	-10484	-18398	-18622	-13799	-11665	-15422
Renta procedente de Inversión Directa (1)	-1604	-2158	-3959	-7280	-10353	-18773	-20071	-14571	-11981	-15294
En el extranjero	646	289	652	951	1063	1141	2761	2859	2820	3662
En Chile	-2250	-2447	-4611	-8231	-11416	-19913	-22832	-17430	-14801	-18956
Renta procedente de Inversión de Cartera	-502	-459	-368	-546	-167	229	1142	768	685	665
Dividendos	-118	-93	148	-72	321	618	1057	681	793	1003
Intereses	-383	-367	-516	-474	-488	-389	85	87	-107	-338
Renta procedente de Otra Inversión	-416	-226	-158	-7	37	146	308	4	-369	-794
Crédito	776	561	439	429	615	1075	1264	1100	633	389
Débito	-1192	-787	-598	-437	-579	-929	-956	-1096	-1001	-1183
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES	427	583	605	1072	1783	3406	3129	2930	1563	4390
1. Créditos	713	954	901	1411	2199	4003	3857	3875	2512	5481
2. Débitos	-286	-372	-296	-339	-416	-596	-728	-945	-949	-1091
2. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1958	1519	1511	-1805	-125	-5628	-7008	2157	-3344	-3267
A. CUENTA DE CAPITAL	0	83	0	5	41	13	16	3	15	5641
B. CUENTA FINANCIERA	1958	1436	1511	-1810	-166	-5641	-7024	2154	-3359	-8908
1. Inversión directa	2590	2207	2701	5610	4801	5127	9961	7109	4813	6351
En el extranjero (activos)	-1610	-343	-1606	-1563	-2183	-2171	-2573	-8041	-8061	-8744
Acciones y otras participaciones de capital	-1111	310	-588	-507	-763	-896	462	-5102	-4497	-4568
Utilidades reinvertidas	-331	-231	-547	-824	-946	-998	-2394	-2306	-2571	-3174
Otro capital	-168	-421	-472	-232	-475	-277	-641	-633	-993	-1002
En Chile (pasivos)	4200	2550	4307	7173	6984	7298	12534	15150	12874	15095
Acciones y otras participaciones de capital	3424	1309	1546	1243	781	1980	2622	7775	1822	4844
Utilidades reinvertidas	1105	1367	3335	5952	6539	7143	10182	6597	10519	7839
Otro capital	-329	-126	-574	-22	-336	-1824	-270	778	532	2411
2. Inversión de cartera	139	-2317	-2645	-3308	-2833	-9238	-16461	-7619	-11769	-7071
Activos	-1386	-3316	-4699	-4430	-4227	-10085	-15953	-10252	-13691	-16503
Pasivos	1525	999	2054	1122	1394	846	-508	2633	1922	9432
3. Instrumentos financieros derivados	-86	-124	118	-84	-63	301	454	-952	-295	-922
Activos	1032	1788	1840	639	1244	1552	2608	11708	8650	8836
Pasivos	-1118	-1912	-1722	-723	-1307	-1251	-2154	-12660	-8945	-9759
4. Otra inversión (2)	-1282	1869	972	-4218	-356	167	-4191	10062	5541	-4242
Activos	-1326	1141	-571	-3389	-2384	-3927	-11098	3715	-1412	-7394
Créditos comerciales	-397	685	-996	-1601	-1584	-1386	-3041	2539	-3071	-3241

Préstamos	-193	427	44	0	-5	-242	-729	-848	-290	-806
Moneda y depósitos	648	28	441	-1788	-795	-2299	-7328	2024	1949	-585
Otros activos	-1384	0	-60	0	0	0	0	0	0	-2762
Pasivos	44	728	1543	-829	2028	4094	6906	6346	6953	3152
Créditos comerciales	-262	-60	-35	831	437	1749	1508	-580	-445	2951
Préstamos (3)	318	777	1459	-1576	1617	2330	5409	6801	6092	-116
Moneda y depósitos	35	12	121	-91	-26	18	-10	125	230	319
Otros pasivos	-47	-2	-2	7	1	-3	-1	-1	-8	-2
Asignaciones DEG									1084	-1
5. Activos de reserva	596	-199	366	191	-1716	-1997	3214	-6444	-1648	-3024
3. ERRORES Y OMISIONES	-858	-939	-732	-270	-1324	-1526	-450	1150	774	-534
MEMORANDUM										
SALDO DE BALANZA DE PAGOS CUENTA CAPITAL Y FINANCIERA EXCLUYENDO ACTIVOS DE RESERVA	-596	199	-366	-191	1716	1997	-3214	6444	1648	3024
(1) Incluye intereses:	1362	1717	1145	-1996	1591	-3631	-10223	8602	-1696	-243
En el extranjero	59	12	2	12	30	25	33	50	18	14
En Chile	-287	-262	-123	-203	-148	-54	-97	-121	-118	-106
(2) Flujos netos de corto plazo	-1088	2172	1559	-2960	-2923	-1687	-9301	7466	1416	-5899
Activos	-649	1073	-443	-3500	-2345	-3852	-10876	4456	-1772	-7349
Pasivos	-439	1099	2002	541	-578	2165	1575	3010	3188	1450
(3) Flujos netos de pasivos por préstamos de mediano plazo (incluyendo aquellos considerados inversión directa y créditos comerciales)										
Desembolsos	4375	5404	5016	5881	9042	12241	13273	17168	16870	14408
Amortizaciones	-4364	-6190	-5784	-7666	-6794	-12149	-8247	-13098	-13752	-10377
(Pre-Pagos)	-1695	-2600	-1539	-3707	-1890	-3316	-2073	-980	-2867	-1550

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Chile

1.4 Colômbia

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CUENTA CORRIENTE (A+B+C)	-1077	-1296	-979	-911	-1886	-2988	-2988	-6823	-5011	-8855
Ingresos	18623	17971	19846	24142	29809	35113	35113	50414	44909	52097
Egresos	19700	19267	20825	25053	31695	38101	38101	57237	49919	60952
A. Bienes y servicios no factoriales	-812	-1128	-883	-334	-507	-1795	-1795	-2101	-275	-1384
Ingresos	15059	14251	15735	19482	24397	28558	28558	42671	38227	45224
Egresos	15871	15379	16618	19816	24904	30353	30353	44773	38503	46608
1. Bienes	600	307	556	1346	1595	323	323	971	2545	2150
Ingresos	12869	12384	13813	17224	21730	25181	25181	38534	34025	40777
Egresos	12269	12077	13258	15878	20134	24858	24858	37563	31479	38628
2. Servicios no factoriales	-1412	-1435	-1439	-1680	-2102	-2118	-2118	-3072	-2821	-3534
Ingresos	2190	1867	1921	2258	2668	3377	3377	4137	4202	4446
Egresos	3602	3302	3360	3938	4770	5495	5495	7210	7023	7981
B. Renta de los Factores	-2619	-2874	-3404	-4301	-5461	-5935	-5935	-10233	-9348	-11945
Ingresos	909	710	547	666	1070	1519	1519	1845	1429	1531
Egresos	3528	3584	3951	4967	6531	7454	7454	12078	10777	13476
C. Transferencias	2354	2706	3309	3724	4082	4743	4743	5512	4613	4475
Ingresos	2656	3010	3565	3994	4342	5037	5037	5898	5253	5343
Remesas de trabajadores	2021	2454	3060	3170	3314	3890	3890	4842	4145	4023
Otras transferências	634	556	504	824	1029	1147	1147	1056	1107	1319
Egresos	302	304	256	270	260	294	294	386	640	868
CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B)	2447	1304	657	3205	3236	2890	2890	9492	6254	11804
A. Cuenta Financiera (1 + 2)	2447	1304	657	3205	3236	2890	2890	9492	6254	11804
1. Flujos financieros de largo plazo (b + c - a)	5035	-1391	966	2624	4367	7183	7183	9937	12598	6766
a. Activos	13	851	932	136	4659	1097	1097	2253	3079	6527
i. Inversión colombiana en el exterior	16	857	938	142	4662	1098	1098	2254	3088	6529
Directa	16	857	938	142	4662	1098	1098	2254	3088	6529
De cartera	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ii Préstamos	-2	-5	-5	-5	-2	0	0	0	0	0
iii Crédito comercial	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
iv Otros activos	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-9	-2
b. Pasivos	5084	-510	1927	2812	9074	8328	8328	12191	15686	13302
i. Inversión extranjera en Colômbia	5919	1103	1825	3929	10085	7113	7113	10402	11959	7828
Directa	2542	2134	1720	3016	10252	6656	6656	10596	7137	6915
De cartera	3377	-1031	104	913	-167	457	457	-195	4822	913
ii Préstamos	-574	-1430	441	-1178	-1165	1248	1248	1336	1781	5486
iii Crédito comercial	-42	-20	-1	-53	49	-88	-88	182	242	-13
iv Arrendamiento financiero	-219	-162	-337	113	105	55	55	272	727	1
v. Otros pasivos	0	0	0	0	0	0	0	0	976	0
c. Otros mov. financieros de largo plazo	-35	-30	-30	-51	-48	-47	-47	-1	-8	-8
2. 'Flujos financieros de corto plazo (b - a)	-2588	2695	-309	581	-1131	-4293	-4293	-445	-6344	5037
a. Activos	3203	-2335	83	1017	1823	4019	4019	-83	4518	1567
i. 'Inversión de cartera	3460	-2030	1753	1565	1689	3333	3333	-188	2802	2066
ii. Crédito comercial	-32	-426	-394	-15	219	402	402	173	80	5

iii. 'Préstamos	-129	300	-221	-61	631	313	313	45	632	-20
iv. Otros activos	-95	-179	-1055	-472	-716	-28	-28	-113	1004	-484
b. Pasivos	615	360	-226	1598	692	-274	-274	-528	-1826	6604
i. 'Inversión de cartera	-41	16	-20	380	114	445	445	-1001	-154	2349
ii. Crédito comercial	120	53	320	317	238	-2	-2	292	-711	311
iii. Préstamos	488	317	-493	1086	394	-716	-716	171	-1002	3836
iv. Otros Pasivos	47	-26	-33	-186	-55	-1	-1	9	41	108
B. 'Flujos especiales de capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ERRORES Y OMISIONES NETOS	-151	130	138	247	378	120	120	-47	104	187
VARIACION RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS /1	1218	138	-184	2541	1729	23	23	2623	1347	3136
SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS /2	10245	10844	10921	13540	14957	15440	15440	24041	25365	28464
SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	10192	10841	10916	13536	14947	15436	15436	24030	25356	28452
VARIACION DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	1167	188	-186	2543	1723	27	27	2618	1349	3133

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central da Colômbia

1.5 México

Discriminación	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cuenta Corriente	-6026	-4296	-2209	-3990	-1961	-1960	-1043	-6835	-621	-3502
Ingresos	45630	48267	52071	59235	70411	76435	86890	75485	77143	91530
Exportación de mercancías	39172	41521	43927	49543	59178	64153	73681	63389	67506	81645
Servicios no factoriales	3096	3180	3234	3661	3977	4386	4686	4162	3742	3583
Servicios factoriales	999	934	850	1299	1458	1570	2127	1663	1040	1153
Intereses	650	592	402	513	977	1353	1851	1404	737	962
Otros	349	342	448	786	481	217	276	260	303	191
Transferencias	2362	2632	4060	4731	5797	6327	6396	6271	4855	5149
Egresos	51656	52564	54280	63224	72372	78395	87933	82320	77764	95032
Importación de mercancías	43213	44655	46493	54764	62521	68245	76599	71709	67559	82691
Servicios no factoriales	4017	4417	4668	5198	5625	5674	6291	6201	6286	6379
Servicios factoriales	4418	3484	3104	3207	4210	4453	5012	4312	3914	5950
Transferencias	9	8	16	56	15	23	31	98	5	12
Cuenta de Capital	9256	8829	9857	10284	11780	2227	10852	11996	17455	15640
Pasivos	6762	7968	8265	8953	7655	2013	15528	135	14352	29508
Endeudamiento	1572	2159	1931	-509	417	-5774	4071	-1399	8896	14352
Banca de desarrollo	-61	-452	-169	-510	-985	-4644	-279	602	1064	1184
Banca comercial	-1210	-426	-262	-1251	-413	701	705	-2276	1335	3590
Banco de México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Público no bancario	-492	1127	46	-672	-1348	-8279	-1978	-195	4534	8471
Sector privado no bancario	1929	-423	478	340	1119	3023	2788	-2308	1962	1107
Pidiregas	1407	2331	1837	1585	2044	3424	2835	2779	0	0
Inversión extranjera	5190	5810	6334	9462	7238	7787	11457	1533	5457	15155
Inversión extranjera Directa	4834	6621	6131	7835	6816	4532	7031	6500	3003	4103
Inversión de cartera	356	-811	203	1627	422	3255	4425	-4966	2454	11053
Activos	2494	860	1593	1331	4125	214	-4676	11861	3103	-13868
Activos En bancos del exterior	2250	1343	-97	1122	5599	10888	-1012	-759	2723	-2048
Inversión Directa de Mexicanos	-630	-122	531	-1279	66	-4346	-155	-668	-1849	-508
Créditos al exterior	0	230	46	0	0	0	0	0	0	0
Activos Garantías de deuda externa	1361	519	-40	0	0	0	0	0	0	0
Otros	-486	-1109	1153	1487	-1539	-6328	-3510	13289	2228	-11311
Errores y omisiones	-1761	-1661	-2336	-2416	-3991	106	-5053	-3041	-2147	-6882
Variación reserva neta	1465	2876	5317	3881	5833	377	4767	2129	14716	5284
Ajustes por valoración	3	-5	-5	-4	-5	-4	-11	-9	-28	-27

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do México

1.6 Peru

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-1203	-1110	-949	19	1148	2872	1460	-5318	211	-2315
1. Balanza comercial	-179	321	886	3004	5286	8986	8503	2569	5951	6750
a. Exportaciones FOB	7026	7714	9091	12809	17368	23830	28094	31018	26962	35565
b. Importaciones FOB	-7204	-7393	-8205	-9805	-12082	-14844	-19591	-28449	-21011	-28815
2. Servicios	-963	-994	-900	-732	-834	-737	-1192	-2056	-1144	-2037
a. Exportaciones	1437	1455	1716	1993	2289	2660	3152	3649	3645	3956
b. Importaciones	-2400	-2449	-2616	-2725	-3123	-3397	-4344	-5704	-4789	-5993
3. Renta de factores	-1101	-1457	-2144	-3686	-5076	-7562	-8359	-8774	-7484	-10053
a. Privado	-550	-746	-1275	-2715	-4211	-6883	-7926	-8888	-7533	-9873
b. Público	-551	-711	-869	-970	-865	-679	-433	113	49	-180
4. Transferencias corrientes	1040	1019	1209	1433	1772	2185	2508	2943	2887	3026
II. CUENTA FINANCIERA	1544	1800	672	2154	141	348	8400	8674	1499	12921
1. Sector privado	983	1538	-105	937	1818	2166	8809	9509	2680	13324
2. Sector público	372	1056	630	988	-1441	-738	-2473	-1404	1032	-1004
3. Capitales de corto plazo	189	-794	147	230	-236	-1079	2064	568	-2214	601
III. FINANCIAMIENTO EXCEPCIONAL	-1	14	64	26	100	27	67	57	36	19
IV. ERRORES Y OMISIONES NETOS	110	129	689	151	239	-495	-272	-244	-702	566
V. FLUJO DE RESERVAS NETAS DEL BCRP	450	833	477	2351	1628	2753	9654	3169	1043	11192

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Peru

2. Balança Comercial (US\$ MM)

2.1 Argentina

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportações	26.543	25.651	29.939	34.576	40.387	46.546	55.980	70.019	55.672	68.134
Productos primários	6.052	5.272	6.471	6.852	8.110	8.625	12.485	16.201	9.257	15.142
Manufacturas de Origen Agropecuario	7.460	8.138	10.004	11.967	13.142	15.265	19.214	23.906	21.225	22.661
Manufacturas de Origen Industrial	8.306	7.601	8.047	9.576	11.985	14.843	17.333	22.063	18.734	23.816
Combustibles y energia	4.725	4.639	5.417	6.181	7.150	7.813	6.949	7.848	6.457	6.515
Importações	20.320	8.990	13.851	22.445	28.687	34.154	44.707	57.462	38.786	56.502
Bienes de capital	4.181	1.293	2.495	5.331	7.011	8.201	10.397	12.668	8.658	11.647
Bienes intermédios	7.343	4.369	6.267	8.632	10.376	11.917	15.371	20.226	12.561	17.687
Combustibles y lubricantes	841	482	550	1.003	1.545	1.732	2.845	4.333	2.626	4.474
Piezas y accesorios para bienes de capital	3.407	1.525	2.262	3.622	4.858	6.175	8.065	9.959	7.230	11.459
Bienes de consumo	3.998	1.137	1.755	2.501	3.162	3.970	5.208	6.292	5.069	6.611
Vehículos automotores de pasajeros	535	174	509	1.197	1.603	2.038	2.709	3.874	2.512	4.482
Resto	15	10	13	158	132	119	114	111	131	142
Saldo da Balança Comercial	6.223	16.661	16.088	12.130	11.700	12.393	11.273	12.556	16.886	11.633

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central da Argentina

2.2 Brasil

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportações por classe de produto	58.287	60.439	73.203	96.678	118.529	137.808	160.649	197.942	152.995	201.915
Produtos Básicos	15.349	16.959	21.186	28.529	34.732	40.285	51.596	73.028	61.958	90.005
Produtos Industrializados	41.201	42.034	50.709	66.570	81.316	94.541	105.743	119.756	87.848	107.770
Semi-manufaturados	8.242	8.966	10.945	13.433	15.963	19.523	21.800	27.073	20.499	28.207
Manufaturados	32.959	33.069	39.764	53.137	65.353	75.018	83.943	92.683	67.349	79.563
Exportações por categoria de uso	58.287	60.439	73.203	96.678	118.529	137.808	160.649	197.942	152.995	201.915
Bens de capital	8.095	7.323	7.714	12.589	15.529	16.418	19.558	22.845	13.431	16.200
Bens intermediário	33.910	35.761	44.388	57.147	68.187	79.600	92.047	113.542	93.340	127.367
Bens de consumo duráveis	3.503	3.486	4.451	5.742	6.998	7.276	7.480	7.688	5.272	6.843
Bens de consumo não duráveis	10.613	10.767	12.710	16.308	19.993	22.343	26.845	32.865	25.985	30.682
Combustíveis	2.166	3.102	3.940	4.892	7.822	12.170	14.718	21.002	14.967	20.824
Importações por categoria de uso	55.602	47.243	48.326	62.836	73.601	91.343	120.621	173.197	127.647	181.649
Bens de capital	10.901	8.720	7.156	7.702	9.912	12.390	16.836	24.935	21.797	29.840
Bens intermediário	31.878	27.666	30.197	39.902	45.386	54.228	70.412	99.883	71.642	100.733
Bens de consumo duráveis	2.000	1.245	1.061	1.306	1.806	3.300	4.988	7.758	7.669	11.754
Bens de consumo não duráveis	3.782	3.449	3.428	3.949	4.722	6.087	7.976	10.116	10.064	13.310
Combustíveis	7.041	6.163	6.483	9.978	11.775	15.338	20.408	30.505	16.475	26.012
Saldo da Balança Comercial	2.650	13.121	24.794	33.641	44.703	46.457	40.032	24.836	25.290	20.267

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Brasil

2.3 Chile

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportações	16.964	17.054	20.294	31.143	39.543	56.430	65.379	63.082	51.239	67.915
Mineras	7.256	7.120	8.795	16.962	23.191	37.024	43.345	37.988	30.694	44.279
Cobre	6.537	6.323	7.815	14.723	18.965	32.710	37.778	32.842	27.702	40.257
No cobre	688	757	915	2.148	4.104	3.892	5.336	4.884	2.909	3.864
Otras	32	40	64	91	122	422	231	262	83	159
Agropecuarias, silvícolas y pesqueras	1.727	1.794	2.127	2.372	2.524	2.765	3.225	4.009	3.646	4.352
Identificados	1.587	1.660	1.968	2.198	2.345	2.590	3.022	3.744	3.362	4.051
Otras	140	134	159	175	179	175	203	266	284	302
Industriales	7.980	8.139	9.371	11.808	13.829	16.641	18.809	21.085	16.899	19.283
Identificados	5.394	5.666	6.350	8.019	8.908	10.577	12.035	13.219	10.835	12.067
Otras	2.586	2.473	3.022	3.790	4.921	6.063	6.774	7.866	6.063	7.216
Importações	16.399	15.891	17.302	22.479	30.071	35.104	43.231	56.569	38.796	53.623
Bienes de consumo	2.898	2.818	3.899	5.058	6.316	7.914	9.740	11.611	8.745	13.356
Durables	996	1.002	1.371	1.899	2.485	3.167	3.653	4.247	2.918	5.438
Semidurables	1.079	1.044	1.013	1.292	1.542	1.927	2.233	2.620	2.188	3.022
Otros	824	772	1.514	1.867	2.288	2.820	3.855	4.745	3.639	4.896
Bienes intermédios	9.951	9.615	10.375	13.728	17.873	21.205	26.442	35.709	23.134	30.584
Combustibles y Lubricantes	2.589	2.463	3.058	4.295	6.035	7.511	9.885	14.475	8.133	10.109
Petróleo	1.727	1.615	2.126	2.875	3.779	4.874	5.018	7.175	3.976	4.341
Otros	862	848	932	1.420	2.256	2.638	4.867	7.300	4.157	5.768
Resto	7.362	7.152	7.317	9.433	11.838	13.694	16.558	21.234	15.001	20.476
Bienes capital	3.549	3.458	3.029	3.693	5.882	5.985	7.048	9.249	6.917	9.683
Saldo da Balança Comercial	565	1.163	2.992	8.664	9.472	21.326	22.148	6.513	12.443	14.292

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Chile

2.4 Colômbia

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportações (FOB)	12.330	11.975	13.129	16.731	21.190	24.391	29.991	37.626	32.853	39.820
PRINCIPALES EXPORTACIONES	5.481	5.309	6.031	7.659	10.366	11.810	14.207	20.003	17.953	25.351
Café	764	772	809	949	1.471	1.461	1.714	1.883	1.543	1.884
Carbón	1.197	991	1.422	1.854	2.598	2.913	3.495	5.043	5.416	6.015
Petróleo y derivados	3.285	3.275	3.383	4.227	5.559	6.328	7.318	12.213	10.268	16.485
Ferróniquel	235	272	416	628	738	1.107	1.680	864	726	967
RESTO DE EXPORTACIONES	6.849	6.666	7.098	9.072	10.825	12.581	15.784	17.623	14.900	14.468
Sector Agropecuario	1.369	1.387	1.373	1.618	1.970	2.156	2.658	3.204	2.906	2.352
Sector Minero	142	261	801	839	966	1.188	1.171	1.540	2.011	2.439
Sector Industrial	5.338	5.018	4.924	6.616	7.889	9.237	11.954	12.879	9.983	9.678
Importações (valor CIF)	12.834	12.699	13.888	16.748	21.204	26.162	32.897	39.669	32.898	40.683
Bienes de consumo	2.540	2.739	2.680	3.172	3.982	5.289	6.794	7.573	6.675	9.004
No Duraderos	1.578	1.552	1.402	1.554	1.874	2.332	2.819	3.406	3.279	3.960
Duraderos	962	1.187	1.278	1.618	2.108	2.958	3.975	4.167	3.396	5.044
Bienes Intermedios y Materias Primas	5.826	5.847	6.438	8.042	9.520	11.531	14.172	17.703	13.215	17.158
Combustibles y Lubricantes	189	125	239	262	544	681	908	1.813	1.197	2.071
Sector Agrícola	500	514	560	701	772	863	1.114	1.696	1.236	1.391
Sector Industrial	5.137	5.208	5.639	7.079	8.205	9.987	12.150	14.195	10.782	13.696
Bienes capital	4.468	4.113	4.770	5.534	7.702	9.342	11.931	14.393	13.008	14.521
Materiales de Construcción	190	193	224	297	446	583	816	1.226	1.050	1.152
Sector Agrícola	41	48	55	56	65	63	96	142	126	110
Sector Industrial	2.627	2.299	2.890	3.369	4.807	5.636	7.164	8.536	6.890	8.329
Equipo de Transporte	1.610	1.573	1.602	1.812	2.385	3.060	3.855	4.489	4.942	4.930
Saldo da Balança Comercial (FOB)	320	76	99	1.102	1.392	(143)	(824)	470	1.665	1.469

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central da Colômbia

2.5 México

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportaciones totales	158.780	161.046	164.766	187.999	214.233	249.925	271.875	291.343	229.704	298.473
Exportaciones Petroleras	13.191	14.823	18.597	23.663	31.889	39.017	43.014	50.635	30.831	41.693
Exportaciones Petróleo crudo	11.928	13.392	16.676	21.258	28.329	34.707	37.937	43.342	25.614	35.919
Exportaciones Otras Petroleras	1.263	1.431	1.921	2.405	3.559	4.310	5.077	7.294	5.217	5.775
Exportaciones No petroleras	145.589	146.223	146.169	164.335	182.344	210.908	228.861	240.707	198.872	256.780
Exportación de Productos Agrop.	4.435	4.196	5.023	5.666	5.981	6.836	7.415	7.895	7.726	8.610
Exportaciones Extractivas	386	367	496	901	1.168	1.321	1.737	1.931	1.448	2.424
Exportaciones Manufactureras	140.767	141.659	140.650	157.768	175.196	202.752	219.709	230.882	189.698	245.745
Importaciones totales	168.396	168.679	170.546	196.810	221.820	256.058	281.949	308.603	234.385	301.482
Importaciones Petroleras Totales	7.647	6.796	8.519	11.229	16.394	19.637	25.469	35.657	20.462	30.211
Importaciones No Petroleras Totales	160.749	161.883	162.027	185.581	205.426	236.421	256.480	272.946	213.923	271.271
Importaciones Bienes de Consumo Totales	19.752	21.178	21.509	25.409	31.513	36.901	43.055	47.941	32.828	41.423
Importaciones Bienes de Consumo Petroleras	2.322	1.677	1.588	2.640	5.571	7.303	10.932	15.805	8.930	12.820
Importaciones Bienes de Consumo No Petroleras	17.430	19.501	19.921	22.769	25.942	29.598	32.123	32.136	23.898	28.602
Importaciones Bienes de Uso Intermedio Totales	126.149	126.508	128.831	148.804	164.091	188.632	205.295	221.565	170.912	229.812
Importaciones Bienes de Uso Intermedio Petroleras	5.325	5.119	6.931	8.589	10.823	12.334	14.537	19.852	11.533	17.391
Importaciones Bienes de Uso Intermedio No Petroleras	120.824	121.389	121.901	140.215	153.268	176.299	190.758	201.714	159.379	212.422
Importaciones Bienes de Capital Totales	22.496	20.992	20.205	22.597	26.216	30.525	33.599	39.097	30.645	30.247
Balanza Comercial Total	(9.617)	(7.633)	(5.779)	(8.811)	(7.587)	(6.133)	(10.074)	(17.261)	(4.681)	(3.009)
Sin Exportaciones Petroleras	(22.808)	(22.456)	(24.377)	(32.474)	(39.475)	(45.150)	(53.088)	(67.896)	(35.513)	(44.702)
Balanza Comercial Petrolera	5.544	8.027	10.078	12.434	15.495	19.380	17.545	14.978	10.369	11.482
Balanza Comercial No Petrolera	(15.160)	(15.660)	(15.857)	(21.245)	(23.081)	(25.513)	(27.618)	(32.239)	(15.050)	(14.491)

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do México

2.6 Peru

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Exportações	7.026	7.714	9.091	12.809	17.368	23.830	28.094	31.019	26.962	35.565
Productos tradicionales	4.730	5.369	6.356	9.199	12.950	18.461	21.666	23.266	20.622	27.669
Productos pesqueros	926	892	821	1.104	1.303	1.335	1.460	1.797	1.683	1.884
Prod. Agrícolas	207	216	224	325	331	574	460	686	636	975
Productos mineros	3.205	3.809	4.690	7.124	9.790	14.735	17.439	18.101	16.382	21.723
Petróleo crudo y derivados	391	451	621	646	1.526	1.818	2.306	2.681	1.921	3.088
Otras exportaciones	113	89	114	131	141	91	114	190	154	254
Importações	7.204	7.393	8.205	9.805	12.082	14.844	19.591	28.449	21.011	28.815
Bienes consumo	1.635	1.754	1.841	1.995	2.308	2.616	3.189	4.520	3.962	5.489
Insumos	3.551	3.740	4.340	5.364	6.600	7.981	10.429	14.556	10.076	14.023
Bienes de capital	1.921	1.842	1.974	2.361	3.064	4.123	5.854	9.233	6.850	9.074
Otros bienes	97	56	49	85	110	123	119	140	122	229
Saldo da Balança Comercial	(179)	321	886	3.004	5.286	8.986	8.503	2.569	5.951	6.749

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central do Peru

3. Operações do Governo – Arrecadação e Gastos

3.1 Argentina (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	14,2	16,1	16,3	16,7	17,2	18,2
Ingresos corrientes	14,1	16,1	16,2	16,5	17,0	18,1
Ingresos tributarios	12,1	14,5	15,4	15,8	16,0	17,2
Ingresos no tributarios	2,1	1,6	0,8	0,7	1,0	0,9
Ingresos de capital	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	14,8	15,9	14,4	16,3	16,2	17,5
Gastos corrientes	14,1	15,1	12,9	14,3	13,6	15,3
Sueldos y salarios	2,0	2,0	1,7	1,8	1,8	1,8
Compras de bienes y servicios	0,7	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7
Pagos de intereses	2,1	1,9	1,3	1,9	1,7	2,1
Subsidios y transferencias corrientes	9,3	10,6	9,1	9,6	9,2	10,6
Otros gastos corrientes	-	-	-	0,3	0,1	-
Gastos de capital	0,7	0,8	1,5	2,0	2,6	2,2
Adquisición de activos de capital fijo	0,1	0,2	0,4	0,5	0,8	0,8
Transferencias de capital	0,6	0,6	0,7	1,3	1,5	1,2
Otros gastos de capital	0,0	0,0	0,4	0,3	0,4	0,2
Concesión de préstamos menos recuperaciones	-	-	-	-	-	-
Resultado primario	1,5	2,1	3,2	2,3	2,7	2,7
Resultado global	(0,6)	0,3	2,0	0,4	1,0	0,6

Fonte: Tabela adaptada do Banco Central da Argentina

3.2 Brasil (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	21,6	20,9	21,6	22,7	22,9	23,2
Ingresos corrientes	21,6	20,9	21,6	22,7	22,9	23,2
Ingresos tributarios	21,6	20,9	21,6	22,7	22,9	23,2
Ingresos no tributarios	-	-	-	-	-	-
Ingresos de capital	-	-	-	-	-	-
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	22,8	25,3	23,4	26,3	25,8	25,1
Gastos corrientes	18,4	21,7	19,6	22,1	21,5	20,6
Sueldos y salarios	4,8	4,5	4,3	4,3	4,5	4,4
Compras de bienes y servicios	-	-	-	-	-	-
Pagos de intereses	3,4	6,7	4,4	6,1	5,0	4,1
Subsidios y transferencias corrientes	10,2	10,6	10,9	11,7	12,1	12,2
Otros gastos corrientes	-	-	-	-	-	-
Gastos de capital	4,4	3,5	3,8	4,2	4,3	4,5
Adquisición de activos de capital fijo	-	-	-	-	-	-
Transferencias de capital	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros gastos de capital	4,4	3,5	3,8	4,2	4,2	4,4
Concesión de préstamos menos recuperaciones	-	-	-	-	-	-
Resultado primario	2,2	2,3	2,6	2,5	2,1	2,2
Resultado global	(1,2)	(4,3)	(1,9)	(3,6)	(2,9)	(1,9)

Fonte: Tabela adaptada da Cepal

3.3 Chile (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	21,0	20,7	22,0	23,8	25,8	26,9
Ingresos corrientes	21,0	20,7	22,0	23,8	25,8	26,9
Ingresos tributarios	18,0	17,3	17,1	18,3	18,3	20,2
Ingresos no tributarios	3,0	3,4	5,0	5,5	7,4	6,7
Ingresos de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	22,3	21,1	19,9	19,3	18,1	18,7
Gastos corrientes	18,8	17,9	16,8	16,1	15,1	15,5
Sueldos y salarios	4,3	4,2	4,0	3,8	3,6	3,6
Compras de bienes y servicios	1,8	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9
Pagos de intereses	1,2	1,2	1,0	0,8	0,7	0,6
Subsidios y transferencias corrientes	11,3	10,8	10,0	9,6	9,0	9,3
Otros gastos corrientes	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Gastos de capital	3,4	3,3	3,1	3,1	3,0	3,2
Adquisición de activos de capital fijo	2,2	2,0	1,8	1,8	1,8	2,1
Transferencias de capital	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2
Otros gastos de capital	-	-	-	-	-	-
Concesión de préstamos menos recuperaciones	-	-	-	-	-	-
Resultado primario	(0,1)	0,7	3,1	5,4	8,4	8,8
Resultado global	(1,2)	(0,5)	2,1	4,6	7,7	8,2
Financiamiento total	1,2	0,5	(2,1)	(4,6)	(7,7)	(8,2)

Fonte: Tabela adaptada da Cepal

3.4 Colômbia (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	12,4	12,7	13,0	13,5	14,7	15,0
Ingresos corrientes	11,2	11,6	12,0	12,5	13,4	13,5
Ingresos tributarios	11,0	11,5	11,9	12,4	13,4	13,4
Ingresos no tributarios	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ingresos de capital	1,2	1,0	0,9	1,0	1,2	1,5
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	17,4	16,9	17,4	17,5	18,1	17,7
Gastos corrientes	15,7	15,5	16,3	16,1	16,6	15,7
Sueldos y salarios	2,3	2,3	2,1	2,2	2,2	2,0
Compras de bienes y servicios	0,8	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9
Pagos de intereses	3,2	3,6	3,3	2,9	3,5	3,5
Subsidios y transferencias corrientes	8,8	8,9	9,3	10,2	9,6	9,5
Otros gastos corrientes	0,5	-	0,8	(0,0)	0,4	(0,2)
Gastos de capital	1,2	1,1	1,0	1,3	1,4	1,9
Adquisición de activos de capital fijo	1,2	1,1	1,0	1,3	1,4	1,9
Transferencias de capital	-	-	-	-	-	-
Otros gastos de capital	-	-	-	-	-	-
Concesión de préstamos menos recuperaciones	0,5	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado primario	(1,9)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	0,1	0,8
Resultado global	(5,1)	(4,2)	(4,5)	(4,0)	(3,4)	(2,7)
Financiamiento total	5,6	4,6	4,8	4,4	3,7	2,9
Financiamiento interno	2,6	2,3	2,5	5,1	1,9	0,8
Financiamiento externo	(0,0)	2,1	1,1	(0,3)	1,4	(0,2)
Financiamiento otro	3,0	0,3	1,3	(0,4)	0,4	2,4

Fonte: Tabela adaptada da Cepal

3.5 México (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	14,4	15,0	14,8	15,3	15,1	15,2
Ingresos corrientes	14,4	15,0	14,8	15,3	15,1	15,2
Ingresos tributarios	10,6	10,2	9,0	8,8	8,6	8,9
Ingresos no tributarios	3,8	4,9	5,8	6,5	6,5	6,3
Ingresos de capital	-	-	-	-	-	-
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	16,4	16,3	16,0	16,4	16,8	17,1
Gastos corrientes	14,4	14,6	13,9	13,9	14,2	14,2
Sueldos y salarios	1,5	1,6	1,3	1,2	1,2	1,4
Compras de bienes y servicios	0,5	0,6	0,5	0,5	0,7	1,0
Pagos de intereses	1,7	1,7	1,5	1,6	1,5	1,4
Subsidios y transferencias corrientes	10,6	10,5	10,2	10,6	10,7	10,1
Otros gastos corrientes	0,1	0,2	0,3	0,1	0,2	0,1
Gastos de capital	2,0	1,8	2,2	2,5	2,7	2,9
Adquisición de activos de capital fijo	1,3	1,5	2,0	2,3	2,4	2,2
Transferencias de capital	-	-	-	-	-	-
Otros gastos de capital	0,7	0,3	0,2	0,2	0,3	0,8
Concesión de préstamos menos recuperaciones	-	-	-	-	-	-
Resultado primario	(0,3)	0,4	0,3	0,5	(0,3)	(0,5)
Resultado global	(2,0)	(1,3)	(1,2)	(1,1)	(1,8)	(1,9)

Fonte: Tabela adaptada da Cepal

3.6 Peru (% PIB)

Clasificación económica Operaciones del gobierno	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ingreso total y donaciones	14,5	15,0	14,9	15,8	17,7	18,2
Ingresos corrientes	14,4	14,8	14,9	15,7	17,6	18,1
Ingresos tributarios	12,1	12,9	13,1	13,6	15,2	15,6
Ingresos no tributarios	2,3	2,0	1,8	2,1	2,4	2,5
Ingresos de capital	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Donaciones externas	-	-	-	-	-	-
Gasto total y préstamo neto	16,6	16,7	16,2	16,5	16,1	16,4
Gastos corrientes	14,6	14,8	14,4	14,7	14,1	14,2
Sueldos y salarios	4,5	4,5	4,4	4,4	4,2	3,9
Compras de bienes y servicios	3,4	3,4	3,5	3,4	3,4	3,0
Pagos de intereses	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	1,6
Subsidios y transferencias corrientes	4,8	4,9	4,7	5,0	4,8	5,7
Otros gastos corrientes	-	-	-	-	-	-
Gastos de capital	2,0	1,9	1,8	1,9	2,0	2,1
Adquisición de activos de capital fijo	1,7	1,7	1,6	1,7	1,6	1,8
Transferencias de capital	-	-	-	-	-	-
Otros gastos de capital	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4
Concesión de préstamos menos recuperaciones	-	-	-	-	-	-
Resultado primario	(0,1)	0,3	0,6	1,1	3,4	3,5
Resultado global	(2,1)	(1,7)	(1,3)	(0,7)	1,6	1,8
Financiamiento total	2,1	1,7	1,3	0,7	(1,6)	(1,8)
Financiamiento interno	(0,7)	0,0	(0,5)	1,8	(1,1)	0,1
Financiamiento externo	2,0	1,6	1,6	(1,2)	(0,6)	(2,0)
Financiamiento otro	0,8	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1

Fonte: Tabela adaptada da Cepal