X Encontro Nacional de Economia Política

DOIS PADRÕES DE POLÍTICA CAMBIAL: AMÉRICA LATINA E SUDESTE ASIÁTICO

Paulo Gala (FGV/SP)

Resumo:

Existe hoje uma importante literatura empírica que procura relacionar taxas de crescimento econômico com a administração cambial e níveis de taxa de câmbio real. Em trabalhos sobre o tema, vários autores encontram uma relação negativa entre desalinhamento cambial e crescimento econômico para uma longa série de países no período 1970-1990; quanto mais depreciada a taxa de cambio, maiores as taxas de crescimento. Nessa literatura, um tema recorrente é a relativa depreciação das moedas asiáticas quando comparadas às moedas latino americanas e africanas no período 1970-1999. Nos diversos estudos citados, o resultado de maior depreciação para a Ásia surge, no que parece constituir um padrão de comportamento dos níveis de taxa de câmbio real para essa região. Com o objetivo de contribuir para essa discussão, este trabalho compara a evolução dos níveis de taxas de câmbio reais para países da Ásia e América Latina no período 1970-1999. Discute aspectos do manejo cambial de alguns dos países destas duas regiões fazendo uma survey de vários trabalhos sobre o tema. Apresenta também a evolução das taxas de câmbio real em relação ao dólar americano para uma amostra de 20 países a partir da base de dados do Banco Mundial e da construção de um índice de distorção cambial.

Palavras-chave: Crescimento, nível da taxa de câmbio, América Latina, sudeste da Ásia.

Área da SEP: 13

X Encontro Nacional de Economia Política

DOIS PADRÕES DE POLÍTICA CAMBIAL: AMÉRICA LATINA E SUDESTE ASIÁTICO

Paulo Gala (FGV/SP), Fevereiro 2005

Alguns autores têm chamado a atenção para a importância da administração da taxa de câmbio real no processo de desenvolvimento econômico. O nível de câmbio real tem forte impacto na acumulação de capital na medida em que afeta as trajetórias de consumo, investimento e poupança agregados via definição do nível do salário real (Bresser-Pereira 2004a). Inúmeros estudos destacam a ocorrência de crises no balanço de pagamentos por problemas de sobrevalorização cambial ou "misalignment" (Fajnzylber et al 2002, Goldfajn e Valdes 1998, Sachs et al 1996, Sachs 1986, Dornbusch et al 1995, Dollar 1992, Cavallo et al 1990). Estímulos ao setor de exportações contribuem para a redução de vulnerabilidade a crises externas. Uma política cambial que auxilie o desenvolvimento do setor de tradeables permite aos países se endividar no exterior de forma produtiva, aumentando sua capacidade de gerar divisas necessárias para a consolidação de dívidas. O setor de tradeables destaca-se também pelo seu dinamismo e potencial de inovação tecnológica, contribuindo, em geral, para aumentos de produtividade necessários ao processo de desenvolvimento econômico (Sachs 1986, Cavallo et al 1990 e Dollar 1992).

Bresser-Pereira (2004b) argumenta que além de evitar crises no balanço de pagamentos, um câmbio competitivo fornece estímulos para aumentos de investimento e poupança, impactando portanto o processo de acumulação de capital. Ressalta a importância dos regimes de câmbio administrados em oposição a taxas totalmente fixas ou flutuantes e defende o uso da taxa de câmbio como ferramenta fundamental na condução da política macroeconômica. Ao analisar as diversas possibilidades de regimes cambiais, Ao analisar as diversas possibilidades de regimes cambiais, chama a atenção para a estratégia asiática: "I suggest that, if we want to understand the enormous success of the East Asian countries since the Second World War, if we want to know their economic policy secret, we may come up with many answers, but the central one is that they used, and continue to use, their exchange rate strategically as a tool for economic growth" (Bresser-Pereira 2004b, pg.3).

Dornbusch et al (1995) defende políticas que mantenham o câmbio real numa posição competitiva para promover exportações e crescimento. Ao tratar dos eventos que levaram a crise mexicana de 1995, argumenta que evitar apreciações do câmbio real seja talvez uma das mais importantes metas de política econômica para economias financeiramente integradas ao resto do mundo. Nos casos de desalinhamento cambial, um mercado financeiro excessivamente elástico no sentido de financiar desequilíbrios pode ampliar ainda mais os custos de um colapso, como no caso mexicano de 1995. De acordo com o autor, o câmbio real é um preço relativo chave e quando se aprecia muito, dificulta o crescimento, ameaça a estabilidade financeira da economia e eventualmente colapsa. (Dornbusch et al 1995, pg.220). Argumenta ainda que na maioria dos casos, a taxa de câmbio é uma variável sob o controle das autoridades monetárias, uma das mais importantes. Se distancia assim de um considerável corpo de pensamento entre os economistas.

Dani Rodrik (2000) levanta a questão da taxa de câmbio antes de discutir os impactos de arranjos institucionais e abertura da conta capital para países em desenvolvimento. De acordo com o autor, seria importante investigar as possíveis conseqüências positivas de uma depreciação do câmbio real sobre o crescimento de longo prazo dessas economias através do estímulo que gera para o desenvolvimento do setor tradeables (Rodrik 2000, pg.8). Menciona como exemplo os casos de sucesso do Chile (meio dos anos 80), Turquia (início do 80), Índia (início dos 80 e desde 1994), Uganda (desde 1986), e Maurício (meio dos 80). No estudo "Growth Accelerations" em conjunto com Hausman (2004) encontra resultados importantes a esse respeito. Ao analisar um total de 80 transições de baixo para alto crescimento em países em desenvolvimento desde os anos 60, encontra a depreciação do câmbio real como um fator importante para o início do processo.

Existe hoje uma importante literatura empírica que procura relacionar taxas de crescimento econômico com a administração cambial e níveis de taxa de câmbio real. Em trabalhos sobre o tema, Cavallo et al (1990), Dollar (1992) e Razin e Collins (1997) encontram uma relação negativa entre desalinhamento cambial e crescimento econômico para uma longa série de países no período 1970-1990; quanto mais depreciada a taxa de cambio, maiores as taxas de crescimento. Benaroya e Janci (1999) apresentam evidências para países em

desenvolvimento nos anos 90 que confirmam os resultados de Dollar (1992). Acemoglu et al (2002) encontram evidências semelhantes entre câmbio real e crescimento. Num trabalho sobre instituições, políticas macroeconômicas e crescimento com 96 países de 1970 a 1997 não conseguem descartar o efeito do câmbio real em variações da taxa de crescimento per capita dos países ao longo to tempo. Fajnzylber et al (2002) encontram resultados parecidos ao estudar o crescimento comparado das economias latino americanas e de outros países no período 1960-99. Assim como Acemoglu et al (2002), utilizam o índice de sobrevalorização de câmbio real construído por Easterly (2001), baseado no trabalho de Dollar (1992), e chegam à conclusão de que o câmbio real exerce importante influência na determinação do crescimento.

Nessa literatura, um tema recorrente é a relativa depreciação das moedas asiáticas quando comparadas às moedas latino americanas e africanas no período 1970-1999. Nos diversos estudos citados, o resultado de maior depreciação para a Ásia surge, no que parece constituir um padrão de comportamento dos níveis de taxa de câmbio real para essa região. Para os casos africano e latino americano, o padrão parece ser o oposto. Ciclos de apreciação são constantes e vários estudos empíricos sobre América Latina apontam nesse sentido. De acordo com estes resultados, um dos temas centrais para o entendimento do sucesso dos asiáticos em comparação aos latino americanos e africanos no período em questão estaria, além dos já conhecidos fatores presentes na literatura de crescimento econômico, na condução de suas políticas cambiais e na evolução das posições de seus câmbios reais: relativa depreciação na Ásia e relativa apreciação na América Latina e África.

Com o objetivo de contribuir para essa discussão, este trabalho compara a evolução dos níveis de taxas de câmbio reais para países da Ásia e América Latina no período 1970-1999. Discute aspectos do manejo cambial de alguns dos países destas duas regiões fazendo uma survey de vários trabalhos sobre o tema. Apresenta também a evolução das taxas de câmbio real em relação ao dólar americano para uma amostra de 20 países a partir da base de dados do Banco Mundial (Easterly 2001) e da construção de um índice de distorção cambial. O texto se divide em 5 seções, além desta introdução. A seção 2 apresenta alguns ciclos de apreciação na América Latina nos anos 70, 80 e 90, se concentrando nos conhecidos casos de populismo cambial dos anos 70 e 80 e nos aspectos da política cambial

dos três principais planos de estabilização da América Latina nos anos 90: México, Argentina e Brasil. A seção 3 se concentra nos países asiáticos com destaque para a estratégia de export-led growth seguida principalmente por Taiwan, Coréia do Sul, Hong Kong e Cingapura desde os 70, Malásia, Indonésia e Tailândia a partir dos 80 e, mais recentemente, China. A seção 4 apresenta tendências do comportamento do câmbio real para essas duas regiões e a seção 5 oferece algumas conclusões.

Ciclos de apreciação na América Latina

A partir da crise da dívida no início dos anos 80, o padrão de crescimento dos países latino-americanos se distanciou de seu registro histórico. Países como Brasil e México que exibiam altas taxas de crescimento per capita até então entram num ciclo de stop and go que persiste até hoje. A Argentina apresenta em 1999 o mesmo nível de renda per capita de 1980 em termos de PPP. Com a exceção do Chile, o desempenho dos países da América Latina nos 80 e 90, apesar de alguma recuperação na última década, ficou muito aquém de sua performance nos anos 70. Nesse período mais recente de crescimento cíclico e inflação fora de controle, dois elementos são comuns à maioria do países latino americanos: episódios de populismo econômico e diversos planos de estabilização. Com efeito, os países da América Latina são conhecidos por sua longa tradição de populismo econômico que em geral traz em seu bojo descontroles orçamentários e ciclos de apreciação cambial com recorrentes crises no balanço de pagamentos e processos inflacionários crônicos.

O conceito de populismo econômico tem definição distinta do tradicional conceito de populismo da ciência política, associado à idéia de líderes carismáticos que governam junto ao povo, sem intermédio de partidos políticos. Governos que praticam déficits orçamentários recorrentes como conseqüência de aumentos salariais acima da produtividade do trabalho ou ainda, como observam (Bresser-Pereira e Nakano 2003, pg.16), que promovem apreciações cambias com o intuito de aumentar os salários reais, estariam incorrendo em populismo econômico. Melhoram o bem estar dos trabalhadores no curto prazo com vistas ao ciclo político sem levar em consideração as conseqüências de longo prazo de tais políticas. Crises de balanço de pagamentos, insolvência fiscal e aceleração inflacionária costumam acompanhar esses ciclos. A perda de bem estar decorrente das crises oriundas dos ciclos populistas acaba por superar em muito o ganho

transitório do que ficou conhecido nessa literatura como “distributivismo ingênuo”. O aumento artificial dos salários reais provoca fortes desequilíbrios internos e externos que prejudicam ainda mais a já problemática situação dos trabalhadores.

Sachs (1991) analisa 3 ciclos de populismo econômico na América Latina no período 1970-1990. Chile entre os anos 1970-1973, Brasil 1985-1987 e Peru 1985-1987. Segundo o autor, em todos esses períodos podem-se observar as características acima elencadas: descontrole do orçamento, apreciação cambial, crise no balanço de pagamentos e descontrole da inflação. Em todos os ciclos observa-se um crescimento acelerado do PIB num primeiro momento seguido de fortes ajustes recessivos. A taxa de câmbio aprecia-se, aumentando a probabilidade de crises no balanço de pagamentos. Salvador Allende no período 1971-1973, José Sarney entre 1985-1987 e Alan Garcia de 1985 a 1988 teriam todos, a seu modo, praticado o tipo de política econômica descrita acima. Sachs vai além e identifica no populismo econômico uma das causas fundamentais das inflações crônicas latino-americanas, “o populismo econômico ajuda a explicar o fato de que, em 1987, havia nada menos do que cinco países latino-americanos (Argentina, Brasil, México, Nicarágua e Peru) com taxas de inflação de três dígitos. Evidentemente fatores externos também têm importante contribuição para a presente crise da América Latina” (Sachs 1991, pg.126).

A sobrevalorização cambial foi largamente utilizada em países da América Latina no período de substituição de importações como estratégia para estimular a indústria, funcionando como uma forma indireta de taxação sobre a exportação de commodities. Entretanto, a partir da consolidação da industrialização, especialmente no setor de manufaturas, a estratégia passou a ser contraproducente na medida em que dificultava a penetração dos produtos latino americanos no mercado internacional. Os ciclos de apreciação decorrentes dos episódios populistas e dos planos de estabilização com ancoragem cambial tiveram graves conseqüências no desenvolvimento do setor de tradeables da América Latina (Fishlow 2004[1985], pg.228). Carlos Díaz-Alejandro também aponta o problema da sobrevalorização cambial nos programas de estabilização do Cone Sul (Argentina, Uruguai e Chile) nos anos 70. Ao fixar uma taxa de desvalorização menor do que o ritmo de aumento de preços, os planos de estabilização latino americanos acabaram por criar fortes passivos externos que resultaram na maioria das vezes em crises de balanço de pagamentos (Díaz-Alejandro 1991[1981], pg.92).

Dornbusch et al (1995) analisa três casos de significante apreciação nos último 20 anos na América Latina: México 1978-1982, Chile 1978-1982, e México 1990-1994. No caso mexicano, ressalta as semelhanças do que teriam sido dois grandes ciclos de apreciação resultantes em grandes crises de balanço de pagamentos em 1982 e 1994. Ao comparar o desempenho chileno com o mexicano depois da crise da dívida, dá grande ênfase à política cambial competitiva praticada pelo Chile como um dos principais fatores responsáveis pelo seu sucesso, comparada ao relativo fracasso mexicano (Dornbusch et al 1995, pgs.257-258). Analisa também brevemente os casos de apreciação cambial no Brasil e Argentina nos anos 90. Alertava já à época para os riscos de uma crise cambial nos dois países e recomendava uma depreciação para o caso brasileiro e uma estratégia de manutenção da caixa de conversão argentina até que uma deflação fosse capaz de corrigir a apreciação da moeda (Dornbusch et al 1995, pgs.262-263). O autor ressalta ainda dois episódios anteriores de apreciação nesses países que teriam sido corrigidos sem crises cambiais: Brasil 1987-1990 no período pré Collor com uma apreciação real da ordem de 54% e Argentina de Martínez de Hoz entre 1979-1980 com uma apreciação de aproximadamente 60%.

French-Davis (2004) analisa a evolução da política cambial chilena num trabalho que trata de três décadas de política econômica no Chile. Ao estudar a influência das duas grandes reformas comerciais dos anos 70 e 80 no desempenho exportador chileno, destaca a importância da depreciação relativa do câmbio real pós crise da dívida externa. Nos 70 e início dos 80 a moeda chilena passou por dois grandes ciclos de apreciação em relação aos seus principais parceiros comerciais resultantes do período populista da primeira metade da década e dos esforços de estabilização da segunda metade. Apesar da abertura comercial e de políticas com vistas a melhorar o desempenho do setor externo, o estímulo exportador foi fortemente prejudicado pelo comportamento da taxa de câmbio. Na segunda reforma comercial dos 80, a desvalorização real do câmbio contribuiu fortemente para o impulso exportador. Desde então, o Banco Central chileno passou a adotar uma postura mais intervencionista no mercado cambial, com vistas a evitar apreciações (Ffrench-Davis 2004, pg.205). Montiel (2003, pg.427) também chama a atenção para essa trajetória da política cambial chilena, destacando sua superioridade em relação ao episódio mexicano no início dos 90 e da Tailândia em meados da década. Cardoso (2003) destaca a proximidade entre a

condução cambial na Coréia do Sul e no Chile mais recentemente. Num trabalho em que analisa a performance macroeconômica brasileira em perspectiva internacional, Cardoso (2003) também chama a atenção para a importância da manutenção de um câmbio competitivo nas estratégias de desenvolvimento da Coréia do Sul e do Chile mais recentemente.

Os principais ciclos de apreciação da América Latina nos anos 90 estão associados a 3 grandes programas de estabilização: México 1987, Argentina 1991 e Brasil 1994 (ver a respeito Mussa 2000, pg.44). A utilização da ancoragem cambial, entre outras medidas, nos três planos trouxe como conseqüência negativa uma apreciação cambial que acabou por resultar em três grandes crises externas: México em 1994, Brasil em 1999 e Argentina em 2001. O programa de estabilização chileno iniciado no final dos 70 também guarda semelhanças com esses casos. A partir de sua implantação, observa-se uma considerável apreciação do peso chileno em relação a cesta de moedas de seus principais parceiros, que somada a outros fatores, acaba por terminar numa crise em 1982. Os quatro ciclos foram muito parecidos com os episódios de populismo cambial elencados acima. Inicialmente observou-se crescimento nos quatro países. Os salários reais aumentaram, o consumo aumentou, o endividamento externo aumentou e finalmente o balanço de pagamentos entrou em colapso, seguido de forte depreciação cambial. Todos os ciclos foram acompanhados de crescente apreciação cambial até o momento da crise. Calvo e Vegh (1994) identificam 7 planos de estabilização com ancoragem cambial e apreciações reais na América Latina para o período 1970-1993. A tabela abaixo mostra a classificação dos autores e o cálculo de apreciação do câmbio real.

Episódio	Período	Apreciação real
Argentine tablita	1979.1-1980.4	46.3%
Chilean tablita	1978.1-1982.1	28.8%
Uruguayan tablita	1978.4-1982.3	48.2%
Argentine Austral	1985.3-1986.3	4.6%
Brazilian Cruzado	1986.2-1986.4	9.3%
Mexico 1987	1988.1-1992.4	36.6%
Argentine Conversibility	1991.2-1992.4	20.2%

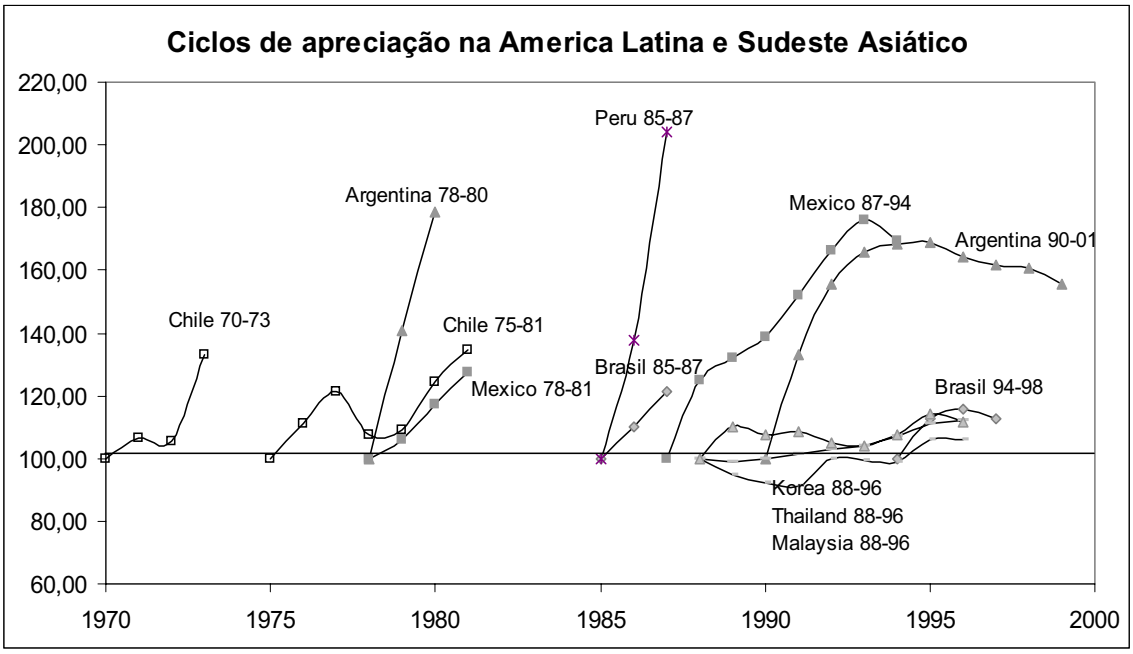
Palma (2003) identifica três rotas para crises financeiras em países em desenvolvimento desde a crise da dívida de 1982. Na primeira, representada principalmente pelas

experiências de liberalização financeira e estabilização chilena 1975-1982, mexicana 1987-1994 e argentina 1990-2000, houve grande aumento de crédito ao setor privado, sobrevalorização cambial, bolhas nos mercados de ativos e um boom de consumo de importados. Na segunda rota seguida pelo Brasil entre 1994-1998, a tentativa de se evitar os erros contidos na rota 1 acabou por criar um novo caminho para a crise. A esterilização dos influxos de capital somada a prática de altas taxas de juros para evitar um boom de consumo e a dificuldade de controle de gastos públicos acabou por colocar a dinâmica da dívida pública em trajetória insustentável. Na terceira rota, representada pelo caso da Coréia do Sul entre 1988-1996, a queda no preço de componentes eletrônicos no mercado internacional e a entrada da forte concorrência chinesa levou à queda nas margens de lucro das empresas coreanas que passaram a buscar financiamento no endividamento externo.

Malásia e Tailândia teriam sofrido no período 1988-1996 uma combinação das rotas 1 e 3, na medida em que também sofreram com a queda de lucros por conta das condições do mercado internacional de eletrônicos, passaram por um boom no mercado de ativos mas não apresentaram sinais de aumentos de consumo ou fortes apreciações cambiais. No caso brasileiro, pode-se observar algumas características da rota 1 na sobrevalorização cambial e aumento do consumo agregado. Em todas as rotas, foram os grandes déficits em conta corrente associados à sudden stops de financiamento que, em última análise, levaram às crises. No caso asiático, os déficits estavam primordialmente associados ao financiamento de investimentos, sem grandes apreciações cambiais e nos casos latino americanos ao financiamento de consumo com fortes apreciações do câmbio real. Com a exceção do Brasil, que teve um forte componente de endividamento público, todas outras rotas levaram a uma crise a partir do endividamento privado de empresas e consumidores.

Easterly (2001) constrói uma série com níveis de câmbios reais em relação ao dólar americano para países desenvolvidos e em desenvolvimento desde 1965 até 1999, que integra a base de dados macroeconômicos do Banco Mundial. O gráfico abaixo apresenta o comportamento da taxa de câmbio real calculada a partir dos dados de Easterly (2001) para alguns dos principais ciclos de apreciação da América Latina no período, com destaque para os episódios de populismo elencados por Sachs (1991), para os episódios de liberalização financeira e estabilização destacados por Palma (2003), e para os casos de Dornbusch et al (1995). Na comparação entre as moedas asiáticas e latino-americanas nos

anos 90, percebe-se que os ciclos de apreciação dos primeiros foram muito maiores. Coréia do Sul, Tailândia e Malásia apresentaram alguma apreciação nos anos de 1995 e 1996, mas ainda assim menores do que no caso brasileiro e muito menores do que nos casos da Argentina e México.



Goldfajn e Valdés (1996) analisam uma série de episódios de apreciação cambial para países desenvolvidos e em desenvolvimento no período 1960-1994. Os ciclos são medidos como desvios em relação a uma suposta taxa de equilíbrio de PPP em relação a cestas de moedas dos principais parceiros comerciais de cada país. Encontram alguns resultados importantes a respeito desses episódios. As apreciações se instalam com uma velocidade muito menor do que as depreciações subseqüentes. Regimes de câmbio fixo estão muito mais sujeitos a apreciação e a maior parte dos casos que encontram se concentra no segundo período da amostra, a partir de 1980. Concluem que a maioria dos casos de apreciação é corrigida por uma grande desvalorização nominal, que em geral traz altos custos em termos de produto. Para apreciações maiores do que 25%, são raros os casos de retorno ao uma posição de câmbio real mais baixo sem desvalorizações nominais. Não se observa nenhum caso de retorno à posição de PPP do câmbio via correção de preços para apreciações maiores do que 35% em relação ao início do episódio.

A partir dos dados de Easterly (2001) pode-se construir uma rotina simples, capaz de detectar ciclos de apreciação na Ásia e América Latina em relação ao dólar americano no período 1970-1999 para melhor entender a evolução da política cambial nessas duas regiões. Definindo-se um ciclo de apreciação cambial como uma seqüência de n anos com um câmbio real médio superior a x% em relação à um ano base, pode-se calcular ciclos de apreciação a partir da divisão da média de três anos subseqüentes em relação a um dado ano base. Analisando-se a ocorrência desses rápidos ciclos de apreciação cambial na Ásia e América Latina, encontra-se uma grande diferença. Para 3 anos com apreciação média de 30% em relação ao ano base, encontram-se 16 anos base no que parecem ser 9 ciclos de apreciação para América Latina e 4 anos base que parecem constituir 2 ciclos para a Ásia numa amostra de 10 países para cada continente. Se se estende em 1 ano o ciclo, ou seja, 4 anos de câmbio real médio 30% acima do ano base, encontram-se 24 anos base e 11 ciclos para a América Latina e 5 anos base com ainda 2 ciclos para a Ásia. Relaxando-se as restrições do ciclo de apreciação para um câmbio real médio superior em 3 anos a 15% do ano base encontra-se 59 casos para a América Latina e 25 para a Ásia.

Export-led growth no Sudeste Asiático

As oito principais economias asiáticas, Japão, Coréia do Sul, Taiwan, Cingapura, Hong Kong, Indonésia e Malásia e Tailândia cresceram em termos per capita a uma taxa de 5,5% ao ano no período 1965-1990. Nos anos 90, mesmo com a crise de 1997, a taxa média de crescimento per capita desses países se manteve alta, acima dos níveis latino-americanos. Mais recentemente China e Índia vêm apresentando níveis e padrão de crescimento semelhantes ao modelo asiático. A controvérsia sobre as causas do sucesso dessa experiência, especialmente para o primeiro grupo de economias, persiste até hoje. O debate gira principalmente em torno do papel da intervenção do estado no processo de desenvolvimento desses países. O grupo ligado ao Banco Mundial ressalta a importância de "market friendly polices" como estratégia por trás do sucesso dessas economias e assinala, de modo algo contraditório, o problema do "crony capitalism" como uma das principais causas da crise asiática de 1997. Os críticos, dentre os quais se destacam Amsden (1989), Wade (1990), Rodrik (1994) e Chang (2002) ressaltam a importância da intervenção estatal bem conduzida como fator responsável pelo sucesso asiático e localizam na liberalização financeira dos anos 90 uma das principais causas da crise de 1997.

Um dos pontos de convergência nesse debate parece se encontrar no reconhecimento da importância da estabilidade macroeconômica para o crescimento, especialmente no que diz respeito a austeridade fiscal e competitividade da taxa de câmbio. Por exemplo, Rodrik (1994) critica o que chama de postura do fetichismo exportador adotada pelo Banco Mundial no relatório de 1993, mas reconhece a importância da prática de câmbios competitivos (ver Rodrik 1994, pg.37) no processo de desenvolvimento asiático. Williamson ao analisar a condução da política cambial na Ásia, "the first point that has to be acknowledged is that East Asian countries have for some years managed their exchange rates far better than other groups of developing countries. They have not crucified their economies by misconceived attempts to use the exchange rate as a nominal anchor. They have not allowed their currencies to become so overvalued, either by keeping their exchanges rates fixed in the face of differential inflation or by allowing them to float up too much, as to jeopardize export growth" (Williamson 1999, pg.331).

O Banco Mundial é explicito a esse respeito. No seu relatório de 1993, destaca a importância das políticas cambiais nesse processo. A prática de taxas de câmbio real relativamente desvalorizadas teria estimulado a formação de um dinâmico setor de tradeables que contribuiu para a acumulação de capital e inovação tecnológica nesses países. Esse teria sido um dos pilares do modelo de export-led growth asiático. Muitos governos asiáticos teriam utilizado a política cambial para atenuar os efeitos de liberalizações comerciais nos produtores de bens substitutos de importação. Alguns teriam ido além, utilizando deliberadamente a relativa desvalorização do câmbio real como forma de estímulo ao setor exportador. Nesses casos, a política cambial em conjunto com as políticas fiscal e monetária ter-se-iam integrado numa estratégia geral de export-led growth. "Taiwan, China, is the most notable example of this, but Korea and Indonesia also deliberately undervalued their currencies to boost exports" (World Bank 1993, pg.125).

O relatório destaca três casos de forte intervenção cambial com vistas a manutenção da competitividade externa. Os grandes superávits de conta corrente de Taiwan no período de 1984 a 1987 (com média de 16% do PIB e um pico de 20% em 1986) resultaram de grandes esforços do governo de Taiwan para manter a moeda desvalorizada. Uma apreciação da moeda anularia rapidamente esse resultado de conta corrente, prejudicando a estratégia de export-led growth. A Coréia do Sul também interveio fortemente no meio dos 80 para evitar uma apreciação expressiva do won acumulando reservas e mantendo competitividade externa. A desvalorização da rúpia na Indonésia em 1978 foi claramente uma medida de proteção na medida em que o balanço de pagamentos indonésio não apresentava problemas nesse ano. A deterioração de suas contas externas em 1982 teve um impacto moderado no seu desempenho econômico devido as medidas tomadas no final dos 70. (World Bank 1993, pg.127).

Dornbusch e Park (1999) ressaltam alguns casos de países asiáticos que teriam perseguido metas de câmbio real para favorecer exportações nos anos 80 e 90. No caso de Cingapura e Malásia, as autoridades monetárias, além se zelar pelo controle de preços, também praticariam real exchange rate targeting (Dornbusch e Park 1999, pg.27,28). No caso da Coréia do Sul, a ação do Banco Central é semelhante, "the Bank of Korea often intervenes in the interbank market through the sale or purchase of the US dollar. It is conjectured that the main purpose of the intervention in the foreign exchange market is to stabilize the real effective exchange rate of the won in order to maintain the price competitiveness of South Korean exports. The central bank intervention has been effective due to the thinness of the domestic foreign exchange market, where the average volume of daily turnover in 1995 was only $2 billion" (Dornbusch e Park 1999, pg.32). Rhee e Song (1999, pg.80) também destacam a preocupação das autoridades monetárias coreanas na administração de um nível competitivo do won ao analisar vinte 20 anos de política econômica na Coréia do Sul.

No arranjo atual da economia global, Dooley et al (2003) identifica três regiões distintas em termos de estratégia de política econômica. O centro do sistema seria formado pela economia americana que não tem grandes preocupações com o comportamento de sua taxa de câmbio já que são emissores da moeda reserva do sistema internacional. Os déficits em conta corrente americanos decorrentes do excesso de absorção sobre a produção das empresas, famílias e governo são financiados com poupança dos países que se encontram na chamada *current account region* que é composta basicamente dos países do sudeste asiático. Dentre estes, especialmente China e Coréia do Sul, têm como estratégia exportar poupança para a economia americana através de uma produção maior do que suas necessidades de absorção, crescem, portanto, com despoupança externa. As *capital account regions* compostas principalmente pela Europa e América Latina optaram por se integrar financeiramente e não comercialmente ao sistema global. Nessa estratégia, a manutenção de um superávit na balança comercial e nas contas correntes não é prioritária.

Como o superávit comercial e em contas correntes é uma meta da *current account region*, sua estratégia básica é praticar um câmbio relativamente desvalorizado com fortes intervenções no mercado cambial. Em caso de necessidade podem também utilizar controles de capital, como no caso da China, que auxiliem nessa tarefa. A maior dificuldade dessa estratégia é evitar pressões especulativas no sentido de apreciação da moeda. O acesso a fundos é dificultado a agentes privados e o governo controla o mercado de câmbio através da autoridade monetária que compra reservas e as aplica em títulos americanos. No caso dos países das *capital account regions*, os eventuais superávits em conta corrente se transformam em apreciação cambial que reduz ou anula o estímulo exportador. Nesse modelo, privilegia-se o retorno das aplicações dos agentes privados no sistema internacional. Esses países operam sem controles de capital e com câmbio flutuante.

Em termos históricos, esse arranjo reproduz o esquema da economia mundial no pós-guerra. No arcabouço original de Bretton Woods o centro do sistema era a economia americana e a periferia composta pela Europa Ocidental e Japão. A estratégia de reconstrução dessas economias seguia o padrão observado hoje. Através de um crescimento liderado pelo setor exportador, os países destruídos pela guerra reconstruíram seu estoque de capital. Praticavam taxas de câmbio fixas e controles de capital que contribuíam nessa direção, sendo importante notar que à época os controles de capital eram obrigatórios e não opcionais. Com o desenvolvimento econômico surgiu naturalmente um lobby contrário aos controles de capital que são abolidos no início dos anos 70. O desenvolvimento industrial levou a um desenvolvimento financeiro que no final do processo desmontou o arranjo de Bretton Woods. Segundo Dooley et al (2003), atualmente a periferia foi recarregada e, nas palavras dos autores, assistimos hoje um processo parecido com que se observou entre os anos 50 e 70. Uma das questões que ainda não está clara dentro desse contexto é a sustentabilidade dos déficits americanos. A visão padrão contida nas idéias do consenso de Washington teme um ajustamento abruto desse arranjo que traria conseqüências negativas para a economia americana e para o resto do sistema mundial. Na visão do sistema de Bretton Woods revivido, esse ajustamento seria gradual e ainda poderia levar muito tempo.

Dooley et al (2003) argumentam que a estratégia chinesa, que segue os passos da Coréia do Sul e do Japão (Eichengreen 2004), de manter um câmbio permanentemente desvalorizado tem levado a um crescimento sustentado do estoque de capital e produto do país. Segundo os autores, um câmbio desvalorizado estimula exportações, inibe consumo e, portanto, favorece a acumulação de um estoque de bens de capital de alto padrão voltado para a produção de tradeables. O livre funcionamento do mercado cambial, associado a liberdade de fluxos de capital, provocaria um ajustamento dos excessivos superávits na conta comercial e na conta corrente da China através de

uma apreciação cambial. Um câmbio mais apreciado estimularia o consumo de bens importados, revertendo o saldo da balança comercial e desestimularia o investimento em tradeables a partir de uma mudança de preços relativos. O ponto interessante nesse argumento é que a intervenção do governo do mercado cambial através de uma aquisição maciça de reservas cria uma distorção favorável ao crescimento. Uma correção da distorção estancaria esse processo. Não está claro se uma estratégia de câmbio flutuante, com decorrente apreciação, seria então melhor para a China hoje (ver discussão em Eichengreen 2004).

Dooley et al (2004a) ressaltam que esse arranjo é funcional para o desenvolvimento dessa região que vem crescendo de forma sustentada e incorporando mão de obra ociosa ao seu mercado de trabalho nos últimos anos. Segundo os autores, somente a China contaria ainda com 200 milhões de trabalhadores que poderiam entrar no mercado de trabalho. Essa seria a estratégia de desenvolvimento da *current account region* que é plenamente compatível com os objetivos americanos atuais de crescimento com endividamento. Dentro dessa lógica, a apreciação do dólar frente as moedas asiáticas significa acréscimo do componente consumo do gasto americano e redução de suas exportações como espelho do balanço de pagamentos asiático. No seu relatório de 1993 o Banco Mundial ressalta a importância de uma política de desvalorização cambial deliberada do governo chinês presente na estratégia de promoção de exportações e crescimento desde o final dos anos 70 (World Bank 1993, pg.59).

Tendências para a evolução da taxa de câmbio real na Ásia e América Latina

Dollar (1992) constrói um índice de distorção cambial ou "outward orientation" para 95 países no período 1976-1985. A partir dos dados de Summers e Heston (1985) compara níveis de preços relativos entre esses países e os Estados Unidos, aplicando um ajuste de renda per capita para corrigir o efeito Harrod-Balassa-Samuelson que vincula aumentos de renda per capita a apreciações cambiais. No índice de "outward orientation" calculado pelo autor, um alto nível de preços

relativos significa um câmbio real apreciado em relação a moeda norte americana e maior protecionismo tarifário, um baixo nível de preços significa menor protecionismo e um câmbio relativamente depreciado. Rodrik (1994) critica o trabalho de Dollar (1992) argumentado que seu índice não é adequado para medir graus de protecionismo, sendo muito mais apropriado para medidas de distorção cambial. Os resultados de Dollar apontam para uma relativa desvalorização nas moedas dos países asiáticos quando comparados a América Latina e África (Dollar 1992, pg.539).

Ao medir posições de câmbios reais para os anos de 1993 e 1998 a partir de desvios de PPP para 61 países, Benaroya e Janci (1999) encontram evidências em linha com Dollar (1992) de que moedas asiáticas, incluindo China e Hong Kong ausentes da base de dados do Banco Mundial, encontravam-se em posições relativamente depreciadas em relação ao dólar americano quando comparadas a outras moedas. "Most Asian countries' exchange rates also appear undervalued, but much less than in previous studies like Lafay (1996). This is particularly the case for Taiwan, Thailand, Hong Kong and (up to 40 percent) Malaysia. Exceptions are the Phillipines and South Korea. The results are close to those of Barrell et al (1998) for the four countries they have studied. If one considers that Asian currencies are informally pegged to the dollar (see Bénassy 1996), their "own" undervaluation should be measured relative to the US dollar and is, in general, less than 20%" (Benaroya e Janci 1999, pg.237).

Li Lian Ong (1997) trabalha com o índice Big Mac para calcular posições cambiais de 34 países. Calcula subvalorizações e sobrevalorizações de moedas em relação ao dólar americano a partir do preço do Big Mac em cada país, "the perfect universal commodity". Em Abril de 1997, o índice Big Mac apontava para uma relativa desvalorização dos países do ASEAN. O ringgit da Malásia, o dólar de Cingapura, o baht tailandês, a ruppiah da Indonésia e o peso filipino estariam desvalorizados em 45, 15, 30, 24 e 29 por cento respectivamente em relação do dólar americano. (Ong 1998, pg.89). Após a redução do preço do Big Mac em dólares nos Estados Unidos ainda no primeiro semestre de 1997, essas moedas passaram para uma posição relativamente mais apreciada na véspera da crise asiática, em coerência com achados de outros estudos. Além das tradicionais comparações

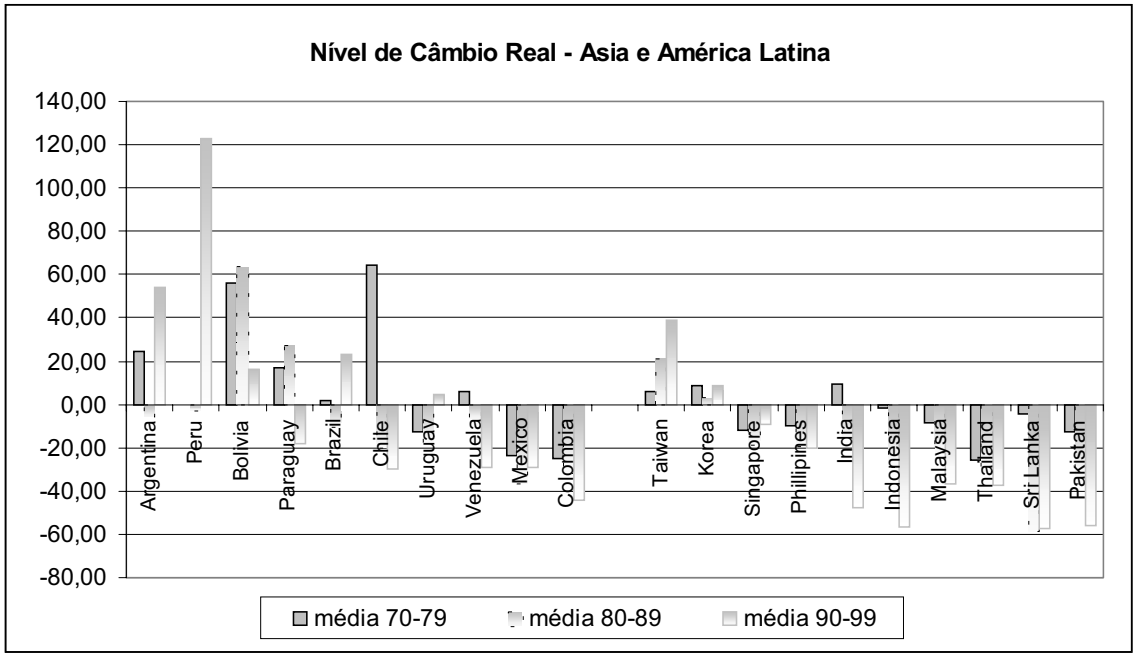
baseadas em preços PPP (Big Mac PPP index), Ong constrói um índice para corrigir o que chama de productivity bias resultante da conhecida hipótese Harrod-Balassa-Samuelson. Desconta das variações cambias um componente de aumento de produtividade que usa como proxy o GDP per capita real de cada país. Seguindo esse cálculo, encontra um relativa subvalorização das moedas asiáticas, especialmente para os países do ASEAN. Ong (1997) mostra que para a média do período 1986-1994 o ringgit da Malásia, o dólar de Cingapura e baht da Tailândia estavam subvalorizados respectivamente em 53%, 26% e 19% em relação ao dólar americano.

Rajapatirana e Athukorala (2003) analisam o impacto dos fluxos de capital nas taxas de câmbio real de 8 países da Ásia e América Latina entre 1985 e 2000. Mostram que a apreciação das moedas asiáticas em relação a uma cesta de moedas de parceiros comerciais foi menor do que as latino americanas no período, especialmente nos casos de China e Índia. As apreciações latino americanas situaram-se na faixa de 14,7% e 43,5%, enquanto que para as moedas asiáticas esse número variou de 2,3% a 11,2% atingido pelas Filipinas (Rajapatirana e Athukorala 2003, pg.625). Segundo cálculos dos autores, para cada 1 ponto percentual de acréscimo de fluxos de capital no período, com a exceção de investimento direto externo, observa-se uma apreciação de 1.7 pontos percentuais nas moedas de países da América Latina e 0.56 pontos percentuais para a media de toda a amostra. Curiosamente, os autores encontram uma correlação negativa entre investimento direto e câmbio. Quanto maior o IDE, mais depreciado o câmbio real. Esse resultado poderia ser explicado pelo o que os autores chamam de tradeable bias presente no IDE, ou seja, a tendência destes investimentos se concentrarem primordialmente no setor de tradeables, que necessita, em geral, de uma taxa de câmbio mais competitiva.

A série de câmbios reais do Banco Mundial é calculada a partir do trabalho de Easterly (2001) como mencionado anteriormente. O autor constrói uma série de câmbios reais em relação ao dólar americano de 1960 até 1999 para países desenvolvidos e em desenvolvimento valendo-se da metodologia tradicional. Divide o nível de preços de consumo doméstico (CPI) pelo câmbio nominal (cotado em moeda local por dólares) multiplicado pelo nível de preços de consumo americano (CPI USA). Para tornar as séries dos diversos países comparáveis, centra seu resultado em números índices tendo como base o valor encontrado por Dollar (1992). Para cada país, o autor nivela a série de números

índice de modo a tornar a média para o período 1976-1985 igual ao número encontrado por David Dollar no seu trabalho de 1992. A metodologia procura garantir uma posição real entre os câmbios razoavelmente adequada em termos de PPP para o período 1976-1985. Um câmbio real de 100 na série de Easterly significa uma posição exatamente equivalente a um câmbio PPP ajustado pela renda per capita do país entre os anos 1976-1985 a partir da metodologia de Dollar (1992). Um câmbio real maior do que 100 significa uma apreciação real e menor uma depreciação.

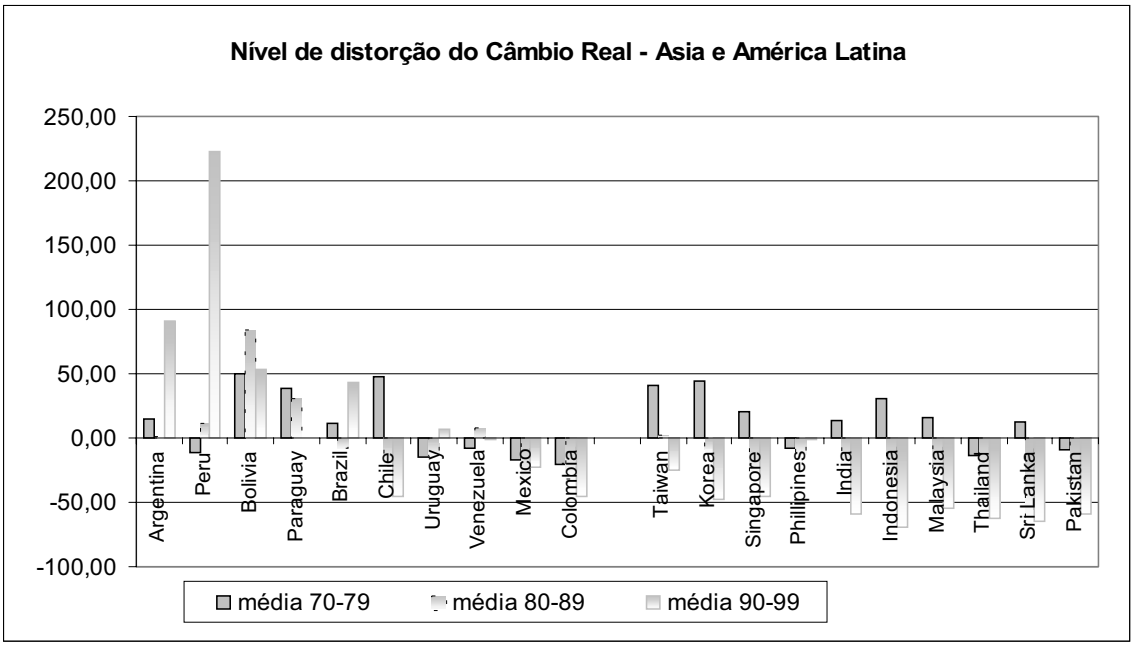
Comparando-se as médias da posição de câmbios reais para 10 economias de cada região a partir dos dados de Easterly (2001), complementados com o cálculo de um índice para o Brasil no período 1970-1985, pode-se analisar a tendência das posições das moedas asiáticas e latino americanas para um longo período de 30 anos. A média dos índices para os 10 países latino americanos no período 1970-1999 atinge 104,5, ou seja 4,5% acima do equilíbrio de PPP em relação à moeda americana estimado por Easterly (2001) enquanto que para as moedas asiáticas a média dos índices de câmbio real atinge 82,7, ou seja 17,7 pontos percentuais abaixo do equilíbrio de PPP. O gráfico abaixo mostra que os níveis de câmbio real na América Latina parecem estar relativamente apreciados em relação as asiáticas no período 1970-1999. Argentina, Peru, Brasil, Uruguai e México apresentam uma tendência de depreciação nos 80 e apreciação nos 90, Bolívia e Paraguai apresentam apreciação nos 80 e depreciação nos 90 e por fim Chile, Venezuela e Colômbia apresentam uma tendência persistente à depreciação nos últimos anos. Na Ásia, Taiwan, Coréia do Sul e Cingapura apresentam uma tendência de apreciação nos últimos anos. Todos outros países da amostra, Índia, Tailândia, Malásia, Filipinas, Indonésia, Sri Lanka e Paquistão apresentam uma tendência recorrente à depreciação.



Importante notar que as apreciações na América Latina estão muito mais ligadas a ciclos populistas e programas de estabilização do que a um desempenho exemplar do setor exportador. As apreciações de países como Taiwan, Coréia do Sul e Cingapura estão associadas ao sucesso exportador e recorrentes períodos de superávits em contas correntes que acabam por pressionar o câmbio nessa direção. Neste sentido as apreciações asiáticas parecem ser muito mais sadias do que as latino americanas já que decorrem de bons desempenhos no comércio externo e aumentos de produtividade. Para ficar em 3 exemplos, a renda real per capita de Taiwan, Coréia do Sul e Cingapura passaram de uma média de 10% da renda americana no final dos anos 60 para mais de 60% no final dos anos 90, sendo que Cingapura atingiu mais de 80% da renda per capita dos EUA em 1999. Em 1995 o superávit em transações correntes de Cingapura atingiu 14% do PIB e foi quase que totalmente utilizado para comprar reservas que eram à época da ordem de 67 U$ bilhões para uma população de 3 milhões de habitantes.

Easterly (2001) não leva em consideração variações nas rendas per capita relativas dos diversos países no período 1970-1999 ao construir sua série de câmbios reais. Uma possível maneira de se corrigir esse problema consiste em deflacionar o nível de câmbio real encontrado por Easterly pela variação de renda per capita relativa entre o país em questão e os Estados Unidos que servem de base na construção das séries de câmbio real. Numa primeira aproximação, poder-se-ia considerar que um aumento relativo de renda per capita

PPP do país em questão em relação aos EUA implicaria numa apreciação de seu câmbio real (efeito Harrod-Balassa-Samuelson). Se o câmbio real calculado por Easterly não apresenta essa variação, conclui-se que o câmbio está depreciado em relação a posição prevista pelo aumento de produtividade relativa do país em questão (para índices com construções semelhantes ver Dollar 1992, Ong 1997 e Benaroya 1999). Utilizando-se um indice de distorção cambial (RER*) que assuma uma transferência de 100% dos aumentos de renda per capita PPP relativa aos EUA para o câmbio, a diferença entre os grupos da Ásia e América Latina fica ainda mais clara. O gráfico abaixo mostra uma comparação entre distorções cambiais medidas como desvios do câmbio real em relação à regra Harrod-Balassa-Samuelson; quanto maior a renda per capita de um determinado país, mais apreciado deve estar seu câmbio em relação aos seus parceiros comerciais



A média dos índices de distorção no período 1970-1999 atinge 79,67 para os asiáticos e 113,79 para os latino americanos. No grupo dos asiáticos, com a exceção das Filipinas, todos países apresentam uma clara tendência de desvalorização nos anos 80 e 90. Para os latino americanos, o padrão do índice segue o comportamento do câmbio real apresentado acima. Peru e Uruguai apresentam uma tendência de apreciação contínua. Argentina, Brasil, e México apresentam uma tendência de depreciação nos 80 e apreciação nos 90, Bolívia e Venezuela apresentam apreciação nos 80 e depreciação nos 90 e por fim Paraguai,

Colômbia e Chile apresentam uma tendência persistente à depreciação nos últimos anos.

Conclusões

Ao analisar o impacto da crise da dívida do início dos 80 na América Latina e sudeste da Ásia, Sachs (1986) conclui que o ajuste superior dos últimos se deveu primordialmente ao manejo da política cambial e ao regime de comércio de suas economias. Com a exceção das Filipinas, nenhum país do sudeste asiático (HPAEs) passou por reescalonamento de dívida externa, situação bastante distinta da latino americana. Sachs argumenta que essas duas regiões guardavam três características comuns e uma distinta que seria responsável pelo seu sucesso na transição da crise da dívida. Em termos de endividamento externo, os asiáticos haviam praticamente contraído uma dívida equivalente a latino americana. A Coréia do Sul, por exemplo, exibia um coeficiente de dívida externa sobre PIB de 27,6% em 1981, maior do que o índice do Brasil de 26,1% para o mesmo ano. Com relação ao choque nos termos de troca, a situação não foi diferente. Sachs argumenta que alguns países asiáticos sofreram um deterioração ainda maior do que países da América Latina. Por fim, quanto à questão de tamanhos e formas de atuação do estado nas duas regiões, destaca a semelhança do grau de intervenção dos governos no processo de desenvolvimento tanto do Sudeste Asiático quanto da América Latina.

Para o autor, a grande diferença encontra-se no regime de comércio e na administração cambial observados nessas duas regiões. Enquanto a América Latina teria se concentrado num processo de substituição de importações voltado para o mercado interno com forte viés a apreciações cambias, os países asiáticos teriam perseguido um programa de estímulo às exportações, com práticas constantes de câmbio reais competitivos. A explicação para a superioridade do ajuste asiático em relação a crise da dívida estaria portanto na existência de um amplo e dinâmico setor de tradeables, capaz de gerar os recursos necessários para pagar a dívida contratada. A diferença entre essas duas regiões aparece claramente na comparação da relação exportações sobre dívida externa no início dos 80. Indonésia, Coréia do Sul, Malásia e Tailândia apresentavam uma média ponderada de 0,821 em 1981 contra uma média de 2,715 para Argentina, Brasil, Chile, México, Peru e Venezuela no mesmo ano. Sachs (1986, pg.541) identifica ainda uma relativa apreciação das moedas latino

americanas em relação às asiáticas para o período 1979-81 comparado a 1976-1978, com a exceção de Brasil e Peru.

Sachs et al (1996) analisa as causas da crise mexicana de 1995 e seus efeitos em 20 países emergentes: Turquia, África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, Venezuela, Jordânia, Sri Lanka, Índia, Indonésia, Coréia do Sul, Malásia, Paquistão, Filipinas, Tailândia, Zimbábue e Taiwan. Elenca três fatores como causas principais para a explicação de crises nesses países: sobrevalorização cambial, baixo nível de reservas cambiais e falta de solidez no sistema financeiro. Segundo os autores, economias que apresentavam essas três características sofreram com muito maior intensidade o efeito tequila: México, Argentina e Filipinas. Ao comparar a posição de câmbios reais em relação a cesta de moedas de parceiros comerciais no período 1990-1994 com a base 1986-1989, encontram novamente câmbios relativamente apreciados na América Latina em comparação com a Ásia, com a exceção de Chile e Colômbia. Na Ásia, as Filipinas são a exceção, "a striking fact in the data is that the Latin American countries experienced sharper real appreciations than did East Asian economies (Sachs et al 1996, pg.4).

Em síntese, seguindo o eixo da análise de Sachs (1986), a história aqui apresentada parece se resumir a uma tendência recorrente de ciclos de apreciação na América Latina e depreciações na Ásia, especialmente após os anos 70. Enquanto os principais países da América Latina passaram por vários ciclos de apreciação cambial, com o já conhecido populismo econômico dos anos 70 e 80 e com os planos de estabilização dos anos 90, os países asiáticos concentraram-se na sua estratégia de export-led growth com estímulo permanente ao setor exportador que na maioria das vezes procurava evitar fortes apreciações cambiais. Enquanto os primeiros usaram o câmbio como instrumento de populismo econômico e ferramenta de estabilização, os segundos parecem ter usado o câmbio como estímulo ao setor exportador, mantendo-se fiéis a sua estratégia de desenvolvimento. As evidências aqui apresentadas apontam para uma recorrente subvalorização das moedas asiáticas quando comparadas às latino-americanas, especialmente ao se levar em consideração alguma medida de distorção cambial que considere variações de produtividade entre esses países.

Esses resultados estão em linha com a literatura empírica apresentada no início do trabalho que ressalta a importância da manutenção de câmbios competitivos como uma das explicações para o relativo sucesso dos países do sudeste asiático nos últimos 30 anos, notadamente quando comparados ao desempenho decepcionante dos latino-americanos e africanos. Podem-se observar, obviamente, variações dessa estratégia dentro de cada região. Na América Latina, a mais notável exceção é a economia chilena que parece ter mudado para um padrão asiático de administração cambial na segunda metade dos 80 e nos 90. Na Ásia, a exceção parece ficar por conta das Filipinas, o mais latino americano dos países asiáticos. A guisa de conclusão, parece razoável propor que emerge um padrão de condução de política cambial para cada uma dessas regiões nesses últimos 30 anos que possivelmente contribuiu para o desempenho de longo prazo de suas economias.

Referências

ABREU, M.,P., (1990), A ordem do progresso, cem anos de política econômica republicana 1889-1989, Rio de Janeiro, ed. Campos

ACEMOGLU, D., SIMON J. AND JAMES R., (2002) "Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crisis and Growth," Cambridge MA, MIT.

AMSDEN, A., H., (1989) Asia's next Giant, South Korea and late industrialization, Oxford University Press, Oxford.

BALASSA, B., (1964) "The Purchasing Power Parity doctrine: a reappraisal", Journal of Political Economy, Dezembro pg.584-96.

BENAROYA, F., e JANCI, D., (1999) "Measuring exchange rates misalignments with purchasing power parity estimates" in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry e Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

BRESSER-PEREIRA, L., C., e NAKANO, Y., (2003) "Crescimento com Poupança Externa?", Revista de Economia Política, 22(2) abril.

_____ (2004a) "Brazil's quasi-stagnation and the growth cum foreign savings strategy" paper to be published in the International Journal of Political Economy (Ottawa University), volume especial editado por Alcino Câmara Neto and Matias Vernengo.

_____ (2004b) “Exchange rate, fix, float or manage it? Preface to Mathias Vernengo, ed. (2004) Financial Integration or Dollarization: No Panacea. Cheltenham: Edward Elgar, to be published in 2004.

CALVO, G., e VEGH, C. (1994), “Inflation Stabilization and Nominal Anchors” in Approaches to exchange rate policy, FMI, Washington.

CARDOSO, E., (2003) "Uma perspectiva macroeconômica do crescimento Brasileiro: algumas comparações internacionais." in Paulo Roberto de Almeida e Rubens Barbosa, editores, O Brasil e os Estados Unidos num Mundo em Mutação. Washington DC.

CAVALLO, D.,,F., COTTANI, J., A., e KAHN, M., S., (1990). “Real exchange rate behaviour and economic performance in LDCs” in Economic Development and Cultural Change 39, October: 61-76.

CHANG, H., (2002) “The triumph of the Rentiers? The 1997 Korean crisis in historical perspective”, in International Capital Markets, systems in transition, John Eatwell and Lance Taylor (eds.), Oxford University Press, Oxford.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1991) “Planos de estabilização no Cone Sul”, in *Populismo Econômic: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina*, Bresser-Pereira (org.), ed. Nobel, São Paulo, originalmente publicado em 1981.

DOLLAR, D. (1992). “Outward-oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985.” in Economic Development and Cultural Change 40: 523-44.

DORNBUSCH, R., e PARK, Y.,C., (1999) “Flexibility or nominal anchors?”, in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry e Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

_____, GOLDFAJN, I., e VALDES, R.(1995) “Currency crises and collapses”, Brookings Papers on Economic Activity Washington: Iss.2, p. 219 (75 pp.)

EASTERLY, W., (2001) “The Lost Decades: Developing Countries’ Stagnation in Spite of Policy Reform 1980-1998”, World Bank.

FAJNZYLBER, P., LOAYZA, N., e CALDERÓN,C., (2002), "Economic Growth in Latin America and the Caribbean," Washington DC, The World Bank.

FFRENCH-DAVIS, R., (2004) Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad, tres décadas de política econômica em Chile, Siglo Veintiuno Editores, Buenos Aires, Argentina.

FISHLOW, A., (2004) "O estado da Economia latino-americana" in Desenvolvimento no Brasil e na América Latina, uma perspective histórica, ed. Paz e Terra, São Paulo, publicação original [1985].

_____ e GWIN, C., (1994) "Lessons from the East Asian Experience: overview" in Miracle or Design? Lessons from the East Asian experience, Albert Fishlow, Catherine Gwin, Stephan Haggard, Dani Rodrik e Robert Wade (eds.).

GOLDFAJN, I., e VALDES, R.(1996) "The aftermath of appreciations", NBER working paper 5650, Cambridge, MA, July.

HAUSMANN, R., PRITCHETT, L., RODRIK, D., (2004), "Growth Accelerations", John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Draft, April.

MONTIEL, P., (2003) "Domestic macroeconomic management in emerging economies: lessons from the crises of the nineties" in Macroeconomics in Emerging Markets, Cambridge University Press.

MUSSA, M., (2000), "Exchange Rate regimes in an Increasingly Integrated World", FMI.

OBSTFELD,M., e ROGOFF, K., (1996) Foundations of International Macroeconomics, Mit Press.

ONG, L., L., (1997) "Burgernomics: the economics of the Big Mac standard" in Journal of International Money and Finances, vol.16, pp.865-78.

_____(1998) "Burgernomics and the ASEAN currency crisis" in Journal of the Australian Society of Security Analysts" Autumn, pp.15-16.

PALMA, G. (2003) "The three routes to financial crises: Chile, Mexico and Argentina [1]; Brazil [2], and Korea, Malaysia and Thailand [3]" in Rethinking Development Economics, Ha-Joon Chang (org.), Anthem Press.

RAJAPATIRANA, S., e ATHUKORALA, P., (2003) "Capital inflows and the real exchange rate: a comparative study of Asia and Latin America", The World Economy, Oxford, Abril.

RAZIN, O., e COLLINS, S., (1997) "Real Exchange Rate Misalignments and Growth", forthcoming in Assaf Razin and Efraim Sadka (eds.), International Economic Integration: Public Economics Perspectives, Cambridge University Press.

RHEE, Y., e SONG, C., (1999) "Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea", in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry e Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

RODRIK, D.,(2000) “Exchange Rate Regimes and Institutional Arrangements in the Shadow of Capital Flows”, paper presented on a conference on Central Banking and Sustainable development, held in Kuala Lumpur, Malaysia, August, 28-30, in honor of Tun Ismail Mohamed Ali.

_____(1994) “King Kong meets Godzilla: the World Bank and The East Asian Miracle” in Miracle or Design? Lessons from the East Asian experience, Albert Fishlow, Catherine Gwin, Stephan Haggard, Dani Rodrik e Robert Wade (eds.).

WADE, R., (1990) Governing the market, economic theory and the role of government in East Asian industrialization, Princeton University Press, Princeton, reimpresso em 2004 com um novo prefácio.

WILLIAMSON, J., (1999) “The case for a common basket peg for East Asian currencies” in Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries, Stefan Collignon, Jean Pisani-Ferry e Yung Chul Park (eds.), Routledge, New York.

WORLD BANK (1993) The East Asian Miracle, economic growth and public policy, Oxford University Press, NY.

SACHS, J.,(1985) “External debt and macroeconomic performance in Latin America and East Asia”, Brookings Papers on economic activity.2, 523-573.

_____,(1991) “Conflito social e políticas populistas na América Latina”, in *Populismo Econômic: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina*, Bresser-Pereira (org.), ed. Nobel, São Paulo.

_____, Tornell, A., Velasco, A., *(*1996) “Financial crises in emerging markets: The lessons from 1995”, Brookings Papers on Economic Activity, Washington: Iss.1, p. 147-215 (69 pp.)

SAMUELSON, P., (1964) “Theoretical Notes on Trade Problems”, Review of Economics and Statistics, 23.