

O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes

Daniela Magalhães Prates*

Julimar da Silva Bichara**

André Moreira Cunha***

Professora do Instituto de Economia da UNICAMP

Professor da Universidad Autónoma de Madrid

Professor do Departamento de Ciências Econômicas da UFRGS

Resumo

Neste trabalho, analisam-se os impactos da crise financeira global sobre os mercados emergentes. São investigados os mecanismos de transmissão, financeiros e comerciais, de modo a se avaliarem os padrões regionais e os efeitos diferenciados da crise.

Palavras-chave: crise financeira global; efeito contágio; economias emergentes; Brasil.

Abstract

This paper analyses the impacts of global financial crisis upon emerging markets. We investigate trade and financial transmission mechanisms in order to access the regional patterns, the different effects of the crisis.

Key words: global financial crisis; contagion effect; emerging markets; Brazil.

Introdução

Ao longo do ano de 2008, especialmente no segundo semestre, explicitou-se o caráter global da crise financeira originada nos EUA. A ruptura dos canais de crédito deu-se em meio à falência e/ou reestruturação, com forte intervenção estatal, de importantes instituições financeiras, principalmente nos EUA e na Europa. Todos os segmentos dos mercados financeiros, em, virtualmente, todas as economias nacionais, foram fortemente

afetados, com queda substantiva nos preços dos ativos financeiros. A espiral deflacionária nos mercados financeiros deu-se na forma do que vem sendo denominado “desalavancagem complexa”, na medida em que envolve a ruptura de posições financeiras previamente assumidas em um contexto de elevada alavancagem patrimonial (International..., 2008, Trade Develp. Rep., 2008).

Além da redução expressiva no valor nominal da riqueza financeira, a crise afetou o lado real, revertendo, de forma extremamente veloz, o ambiente anterior de crescimento com estabilidade. A chamada “grande moderação” (Bernanke, 2004) e a tese do “descolamento” dos mercados emergentes deram lugar a uma percepção generalizada de que a dimensão real da crise atingirá a todos. FMI, Banco Mundial e outros órgãos oficiais multilaterais e pesquisadores independentes sinalizam

* E-mail: daniprates@eco.unicamp.br

** E-mail: julimar.dasilva@uam.es

*** E-mail: andre.cunha@ufrgs.br

para a possibilidade de o ano de 2009 ser caracterizado pela primeira contração da economia mundial desde a Segunda Guerra Mundial.

É no contexto de agravamento da crise que, neste trabalho, se procura avaliar seus canais de transmissão e, com isso, compreender os impactos diferenciados sobre os principais mercados emergentes. Se é verdade que a crise se tornou generalizada, também parece ser razoável assumir-se que seus desdobramentos, sua intensidade e suas possibilidades de recuperação dependem, dentre outras coisas, do padrão de inserção internacional estruturado no período que antecedeu à sua eclosão. Assim, procura-se avaliar em que medida o padrão de inserção financeira e comercial externa experimentado no ciclo de expansão da economia mundial, entre 2003 e 2007, auxilia na compreensão dos efeitos diferenciados da crise nas principais economias da América Latina, da Ásia e do Leste Europeu.

O efeito contágio da crise sobre os países dessas regiões ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários). Neste trabalho, a hipótese básica é de que a inserção diferenciada das principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças internacionais, no período 2003-07, contribui para a compreensão dos canais de transmissão e, assim, dos impactos heterogêneos da crise financeira sobre suas respectivas moedas e economias. Por isso mesmo, países com bons fundamentos macroeconômicos não ficaram imunes aos movimentos de fuga para a qualidade quando do agravamento da crise. Uma atenção especial é dada à economia brasileira, que vinha experimentando uma importante trajetória de recuperação do dinamismo econômico e que foi atingida mais pelos canais financeiros do que pelos vínculos comerciais.

1 Da conjuntura excepcionalmente favorável à crise global

Entre o ano de 2003 e o primeiro semestre de 2008, a economia mundial viveu um ciclo de expansão excepcionalmente favorável. Tal caráter “excepcional” deveu-

-se à confluência de alguns fatores, principalmente: crescimento elevado — com taxas médias de variação no PIB global na casa de 4% — associado à inflação baixa (pelo menos até meados de 2007); retomada de dinamismo em regiões que, nos anos 80 e 90, apresentaram níveis baixos de expansão da renda, tais como América Latina, África e Leste Europeu, ou em economias maduras, como Japão e Alemanha; melhoria substancial nos resultados das contas externas e nas finanças públicas das economias em desenvolvimento previamente caracterizadas por níveis elevados de vulnerabilidade externa e fragilidade fiscal (Toloui, 2007; BIS, 2007; 2008; CEPAL, 2008; World Econ. Outlook, 2008). Essas características brotaram em um momento em que a estrutura da economia revelava uma nova realidade: economias emergentes, como China, Índia, Rússia, Brasil, passaram a ter um peso na renda mundial, nos fluxos de comércio e na determinação do ritmo de expansão geral equivalentes ou superiores aos das economias centrais. De acordo com as estimativas do FMI (World Econ. Outlook, 2008), em 2007 e 2008, mais da metade do PIB global, medido em paridade do poder de compra, era gerado nos países em desenvolvimento.

O eixo central dessa nova ordem global girava em torno dos EUA e da China (Ferguson; Schularick, 2007; Trade Develp. Rep., 2008; BIS, 2007; 2008). O primeiro representava o grande mercado consumidor em última instância, e o segundo, a nova fábrica do mundo. Em contrapartida aos resultados favoráveis daquele ciclo, explicitavam-se vários desequilíbrios, especialmente nos pagamentos internacionais. A economia estadunidense, com seus níveis recordes de endividamento nas esferas privada e pública, apresentava padrões de gastos domésticos que excediam, de forma preocupante, a renda nacional. Por conta disso, ampliavam-se os déficits em conta corrente, que, de uma média de 2% do PIB no final dos anos 90, passaram a 4% a partir de 2000 e atingiram o pico de 6% a 7% entre 2006 e 2007. Tais níveis de absorção de poupança externa eram possíveis, na medida em que o resto do mundo, especialmente os governos dos países com superávits em conta corrente, passaram a acumular ativos de reserva, também em níveis inéditos (El-Erian, 2008; Trade Develp. Rep., 2008, BIS, 2008).

A expansão dos gastos nos EUA foi facilitada pelas políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas a partir do ano 2000. Na verdade, a gestão monetária entre 2001 e 2004 representou um esforço de moderar os efeitos reais da crise nos mercados acionários, nos segmentos da “nova” e da “velha” economia. As taxas básicas de juros foram reduzidas de 7% para 1%, gerando

um alívio nos setores mais endividados e criando a oportunidade para a expansão imobiliária e o surgimento de bolhas especulativas em diversas classes de ativos financeiros. Em paralelo, a gestão fiscal do Governo Bush (2001-09) inverteu a tendência anterior de redução da dívida pública e equilíbrio orçamentário. A combinação da redução dos impostos, especialmente para empresas e pessoas físicas de maior renda, com aumento dos gastos, particularmente os militares, contribuiu, decisivamente, para o retorno dos déficits gêmeos nos EUA, mas, também, estimulou um novo ciclo de crescimento baseado no consumo e no endividamento. Estímulos semelhantes foram reproduzidos na Europa, onde o *boom* imobiliário também representou uma fonte de expansão da demanda doméstica.

Se, do lado da demanda global, a economia estadunidense representava a principal fonte de dinamismo, alimentada pelo crédito farto e barato e pelo efeito riqueza, do lado da oferta, as redes globalizadas de produção e comércio localizadas na China garantiam a ampliação da oferta de manufaturas a preços baixos. Na verdade, a própria China foi tornando-se uma fonte de demanda cada vez mais importante, particularmente nos segmentos de energia, alimentos e matérias-primas. A forte alta no preço das *commodities* não se traduziu em inflação, pelo menos até meados de 2007, pois a China, responsável última por aquele movimento, garantiu a manutenção de preços de manufaturas em níveis estáveis ou cadentes. O aparente milagre do crescimento acelerado e espreado, com inflação baixa, tem na China uma explicação fundamental.

A combinação de aumentos recordes nos preços das *commodities* — desde logo potencializados pela especulação em um ambiente de excesso de liquidez e falta de regulação — e estabilidade nos preços industriais produziu um choque favorável nos termos de intercâmbio dos países em desenvolvimento, particularmente na América Latina e na África, o que permitiu a rara combinação de retomada de crescimento com melhoria nas contas externas e públicas. Completava-se, assim, o quadro da “grande moderação”. Todavia a crise financeira iniciada nos EUA também foi produto da globalização financeira, do crédito farto e da ausência de anteparos regulatórios capazes de ordenar o mundo das finanças, criando, no período atual, a contraface da fase anterior. O ciclo “excepcionalmente favorável” de crescimento metamorfoseou-se na maior crise financeira desde 1929.

É importante enfatizar-se que, ao contrário das crises da segunda metade da década de 90, cujos epicentros foram as economias emergentes, a crise financeira atual originou-se no mercado norte-americano de hipotecas de

alto risco e contaminou, logo nos seus primeiros meses, os demais países desenvolvidos. No primeiro semestre de 2008, começou a se espalhar para alguns países emergentes, mas, somente em meados de setembro, quando ela se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países. Nem mesmo aqueles com bons fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis ficaram incólumes.

Em resposta ao efeito contágio da crise, os governos de várias economias emergentes acionaram, seguindo o exemplo dos seus congêneres nos países avançados, um conjunto de iniciativas para atenuar a depreciação de suas moedas, bem como seus impactos adversos sobre os sistemas financeiros domésticos — seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza).

Essas iniciativas têm tido como denominador comum, em sua maior parte, a ação anticíclica, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações progressas de instabilidade cambial e financeira. Assim, outra dimensão inédita da crise atual (além da sua origem no centro do sistema) consiste na mudança de postura desses governos, que têm priorizado a sustentação da atividade econômica (salvo algumas exceções, como a Hungria, que elevou sua taxa de juros após firmar um acordo com o FMI).

Essas duas dimensões inéditas podem estar relacionadas. Nas crises precedentes, a adoção de políticas pró-cíclicas (ou seja, restritivas), defendidas pelos organismos multilaterais e pelos governos do G-7, tinham o objetivo de reconquistar a credibilidade dos mercados financeiros, que seria uma condição para o retorno dos fluxos de capitais externos. No contexto atual, diante da natureza sistêmica da crise, os governos dos países emergentes parecem estar conscientes de que essas políticas, além de totalmente inócuas, contribuem para agravar seus desdobramentos indesejados, ao criarem um círculo vicioso entre depreciação cambial, contração do crédito, deflação de ativos e redução das receitas e da capacidade de pagamento das dívidas pelas empresas.

2 A inserção diferenciada na economia mundial na fase de *boom*

Conforme argumentado anteriormente, no quinquênio 2003-07 — com efeitos que se prolongaram no começo de 2008, onde ainda foi possível vislumbrarem-se preços recordes de *commodities* energéticas e metálicas e níveis elevados de emprego — a economia mundial vivenciou a fase mais favorável das últimas quatro décadas. As elevadas taxas de crescimento foram acompanhadas por baixas taxas de inflação, disponibilidade de financiamento externo e expansão dos fluxos comerciais. Se, por um lado, as regiões emergentes foram especialmente beneficiadas por esse ambiente benigno, por outro, ao contrário das fases anteriores de expansão, esse ambiente foi, em parte, reflexo do desempenho dos grandes países dessas regiões. Os chamados BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) foram responsáveis por quase metade do crescimento mundial nesse quinquênio (CEPAL, 2008).

Contudo a inserção das quatro principais regiões emergentes (América Latina, Ásia, Europa central e do leste e Comunidade dos Estados Independentes¹) no *boom* do comércio e das finanças mundiais, bem como os efeitos dessa inserção sobre as respectivas *performances* macroeconômicas, diferenciou-se em função de um conjunto de fatores, dentre os quais se destacam: os regimes cambiais adotados; o grau de abertura financeira; as características dos sistemas financeiros; e as estruturas das pautas de exportação e importação.

No âmbito do comércio internacional, as robustas taxas de expansão do valor das exportações mundiais entre 2003 e 2007 foram resultado da interação de duas tendências, impulsionadas pelo dinamismo da economia internacional e, sobretudo, das regiões emergentes: o aumento das quantidades transacionadas e a alta dos preços. A importância dessa alta fica evidente na comparação das *performances* do valor e do volume dessas exportações. Tanto para o total como para as três principais categorias de produtos (agrícolas, minerais e energéticos e manufaturas), as variações do valor das

exportações foram superiores àquelas do volume, em função, exatamente, da elevação dos preços² (Gráficos 1 e 2).

O desempenho positivo do comércio mundial, que abrangeu as diversas categorias de produtos, constitui um dos fatores explicativos do crescimento ininterrupto do superávit da conta corrente do conjunto das economias emergentes entre 2003 e 2007. Todavia as *performances* regionais foram bastante díspares, em função do perfil das pautas de comércio exterior e dos regimes cambiais adotados.

A Ásia beneficiou-se do crescimento dos volumes das exportações de manufaturas (sobretudo chinesas) num contexto de demanda externa dinâmica e de regimes de câmbio administrado ou de flutuação suja³, que priorizaram, na maioria dos países, a manutenção de taxas de câmbio competitivas (uma importante exceção é a Coreia, como destacado a seguir). No caso da América Latina, os saldos positivos nessa conta, a partir de 2003, ancoraram-se, principalmente, na melhora dos termos de troca, propiciada pela alta das cotações das *commodities* metálicas e energéticas (desde 2003) e alimentícias (desde 2006), que foi bem mais expressiva que a registrada nos preços dos bens manufaturados.

Nessa região, os regimes de flutuação suja tornaram-se predominantes após as crises financeiras dos anos 90, mas a gestão das políticas cambiais foi heterogênea. Por exemplo, enquanto, na Argentina, elegeram-se como principal objetivo dessa política a manutenção de uma taxa de câmbio favorável às exportações, no Brasil, no México e no Chile, onde o regime de câmbio flutuante foi acoplado ao sistema de metas de inflação, a apreciação das respectivas moedas foi utilizada como instrumento por excelência para atingir essas metas — estratégia que não comprometeu o desempenho das balanças comerciais exatamente em função dos ganhos de termos de troca.

Na Comunidade dos Estados Independentes, que tem uma posição praticamente equilibrada em transações correntes, é importante mencionarem-se casos que não seguem o padrão regional: a Rússia, enquanto exporta-

¹ As outras duas regiões classificadas pelo FMI como regiões emergentes (África e Oriente Médio) não serão analisadas nessa nota técnica, que dará maior ênfase à América Latina, Ásia e Europa central e do leste.

² Sobre o ciclo de preços das *commodities*, ver a nota técnica **Inflação mundial e preços das *commodities***.

³ Nos regimes de flutuação suja, os bancos centrais não se comprometem com uma determinada taxa de câmbio, ou banda cambial, mas intervêm no mercado de câmbio, seja para influenciar a cotação da moeda, seja para acumular reservas.

dora líquida de petróleo, também se beneficiou dessa alta e registrou superávits crescentes na conta corrente; e a Ucrânia, ao contrário, ampliou seu déficit nessa conta e sua dependência ao financiamento externo (Tabela A.1) (World Econ. Outlook, 2008).

Em 2007 e no primeiro semestre de 2008, as cotações das *commodities* mantiveram sua trajetória altista, o que contribuiu para sustentar as exportações dos países latino-americanos (num contexto de desaceleração da demanda dos Estados Unidos), mas, em contrapartida, gerou pressões inflacionárias, tanto nesses países como naqueles importadores desses bens, que levaram os bancos centrais da maioria das economias emergentes a adotarem políticas monetárias restritivas (mediante o aumento das taxas de juros e/ou dos recolhimentos compulsórios ou da adoção de medidas de controle do crédito) e a permitirem a apreciação das suas moedas, como já mencionado. Antes do espraio da crise para as regiões emergentes, a principal preocupação da política econômica era exatamente atenuar essas pressões — que são mais expressivas do que nos países avançados, em função do elevado peso dos alimentos na cesta de consumo das populações (CEPAL, 2008; World Econ. Outlook, 2008, Regional..., 2008a).

As economias da Europa central e do leste, enquanto importadoras líquidas de produtos básicos (e também de manufaturas), foram duplamente atingidas pelo *boom* dos preços desses produtos: além da alta da inflação — que atingiu dois dígitos em alguns países, em junho de 2008 (World Econ. Outlook, 2008) —, suas balanças comerciais sofreram forte deterioração, em função da piora dos termos de troca. Contudo essa deterioração explica somente de forma parcial o crescimento do déficit em transações correntes da região desde 2003, que, nesse quesito, percorreu um caminho oposto ao latino-americano. Na realidade, esse crescimento decorreu, principalmente, do forte dinamismo da demanda interna nos últimos anos. Esse dinamismo foi impulsionado pelos aportes de recursos da União Europeia (associados ao processo de integração das suas economias), pelo aumento dos salários, bem como pelo expressivo crescimento dos empréstimos ao consumo e hipotecário (Trade Develp. Rep., 2008; World Econ. Outlook, 2008, Regional..., 2008b).

Os déficits crescentes em transações correntes — verificados em todos os países da Europa do centro e do leste, mas especialmente elevados (em torno ou superiores a 15% do PIB) no caso da Letônia, Estônia, Bulgária e Romênia (Tabela A.1) — foram financiados não somente pelos aportes oficiais, mas principalmente pelo ingresso

líquido de fluxos de capitais privados. Como já mencionado, o *boom* do comércio mundial foi acompanhado por uma forte expansão desses fluxos, que também atingiu seu auge em 2007, tanto em termos líquidos como em termos brutos (Gráficos 3 e 4).

Assim como em outros momentos de pico dos ciclos, que precedem a sua reversão, uma euforia excessiva marcou o primeiro semestre de 2007, resultando numa absorção inédita de recursos externos pelas economias emergentes, que mais do que compensou o desempenho mediocre do segundo semestre, após a eclosão da crise (então) *subprime*. Os fluxos líquidos, que incluem as modalidades de investimento direto, de portfólio e empréstimos bancários (Tabela A.2) somaram US\$ 633 bilhões. Nos dados das emissões brutas (Tabela A.3), chama atenção a predominância dos empréstimos bancários, revelando que, no caso dos fluxos de capitais para as economias emergentes, as finanças securitizadas não são ainda predominantes.

A Europa central e do leste foi a região emergente que mais absorveu esses fluxos entre 2005 e 2007. Além dos investimentos diretos dos bancos europeus (sobretudo alemães e austríacos), atraídos pelas oportunidades de lucros elevados num mercado de crédito ainda pouco profundo e em expansão, houve uma captação expressiva de empréstimos externos, seja mediante a emissão de títulos no exterior (investimentos de portfólio), seja mediante empréstimos bancários (outros fluxos de capitais) (Tabelas A.2 e A.3). Ambos os movimentos foram viabilizados pelos processos de abertura financeira implementados pelos países da região, que envolveram tanto a remoção das barreiras aos fluxos de capitais como o aumento da participação de instituições financeiras nos sistemas financeiros domésticos.

A oferta e a demanda por esses fluxos financeiros foram estimuladas pelo diferencial entre os juros externos e internos e pelo contexto de taxas nominais de câmbio estáveis (nos países com regimes de câmbio administrado, como os bálticos) ou com tendência à apreciação (nos países com regimes de flutuação suja, com políticas monetárias mais rígidas). Essa combinação de preços-chave estimulou operações de arbitragem a partir da captação de recursos em moedas com baixas taxas de juros (principalmente o iene e o franco suíço), bem como o endividamento imobiliário nessas moedas, criando um expressivo descasamento de moedas nos balanços das famílias e reforçando a tendência de apreciação cambial. Por exemplo, na Hungria e na Polônia, em 2007, 60% desse endividamento provinha de créditos externos (Regional..., 2008b, Trade Develp. Rep., 2008). O aumento expressivo das emissões brutas de títulos e emprésti-

mos desde 2003 revela a dependência crescente da região em relação a essas modalidades de recursos externos (Tabela A.3).

Após a Europa central e do leste, a Ásia foi a região emergente que mais absorveu fluxos líquidos de capitais entre 2003 e 2007. Todavia, nesse caso, predominaram os fluxos de investimento direto — direcionados, em grande parte, para a China (Tabela A.2). Ademais, no caso asiático, a expansão dos demais tipos de fluxos de capitais transparece somente nos dados brutos (o valor negativo dos fluxos líquidos reflete, em grande parte, as aplicações de residentes no exterior). Contudo essas emissões concentraram-se em três países da região (China, Índia e Coreia), sendo que a China se destaca nas colocações de ações, e a Coreia, no endividamento externo (Tabela A.3). Assim, ao contrário da Europa central e do leste, na Ásia, o padrão regional da inserção financeira parece encobrir uma maior diversidade nacional, que também é observada na trajetória das contas correntes dos países da região.

Chama atenção o caso da Coreia do Sul, que optou por aprofundar sua abertura financeira após a crise de 1997 e por permitir, como alguns países latino-americanos, a apreciação da sua moeda, para atenuar as pressões inflacionárias provenientes da alta dos preços das *commodities*. Essa apreciação, somada à deterioração dos seus termos de troca (já que a Coreia é importadora líquida desses bens), resultou numa forte redução do superávit em transações correntes desse país — que se converteu em déficit no primeiro semestre de 2008, des-toando do perfil característico da região.

Nesse contexto, as empresas exportadoras buscaram proteger suas receitas em dólares, mediante a realização de contratos de derivativos cambiais com os bancos, os quais contraíam empréstimos de curto prazo no mercado internacional para viabilizar esses contratos (Tabela A.4). Esses empréstimos cumpriam duas funções: proviam os recursos necessários para liquidar esses contratos, que são *deliverable*, ou seja, envolvem a entrega física de dólares; e possibilitavam a aplicação de recursos no mercado doméstico de renda fixa, resultando em ganhos de arbitragem superiores aos prejuízos incorridos pelos bancos no período de valorização do won (Kim; Yang, 2008).

Na América Latina, os dois países que foram responsáveis pela maior parte das emissões brutas no período recente — México e Brasil (Tabela A.2) — também optaram pelo aprofundamento da abertura financeira após as respectivas crises cambiais dos anos 90. Assim como a Coreia, além da emissão de títulos no exterior, esses países absorveram um volume expressivo de aplicações

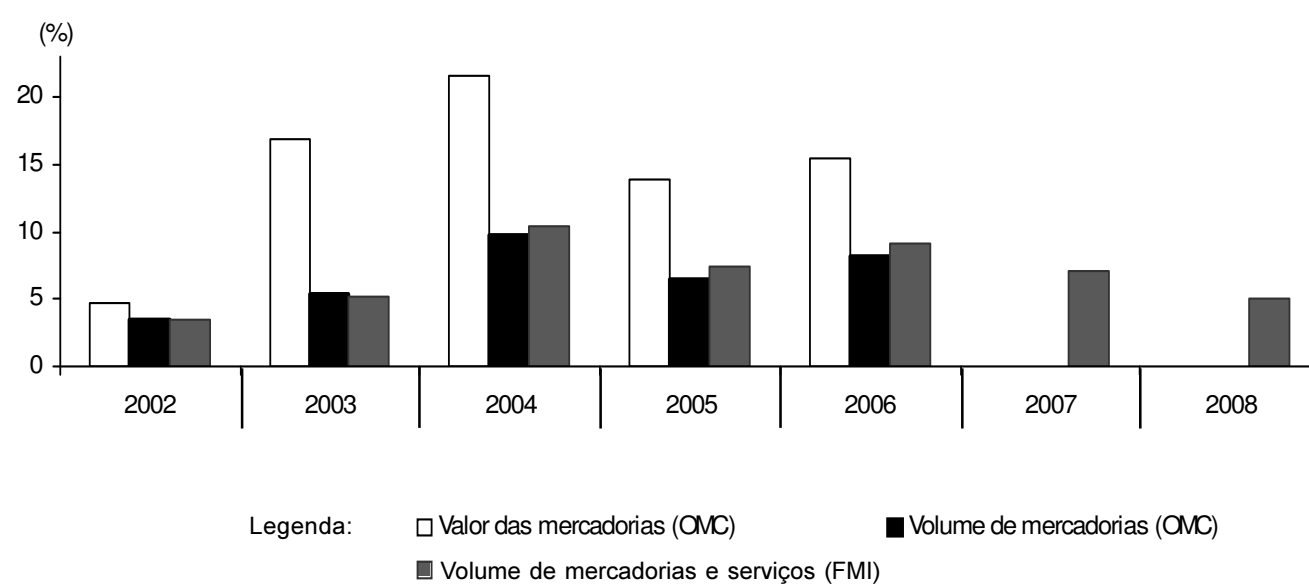
dos investidores não residentes nos respectivos mercados financeiros (de ações, renda fixa e derivativos), que fomentaram o seu aprofundamento (aumento dos volumes negociados, dos agentes participantes e da liquidez), mas, em contrapartida, tornaram sua dinâmica dependente das decisões de alocação de portfólio desses investidores (Tabelas A.3 e A.4).

Se se considerar a composição dos fluxos líquidos de capitais para essa região, o padrão regional da América Latina aproximou-se mais do padrão asiático. Entre 2003 e 2007, os investimentos diretos foram a modalidade principal de recursos externos, atraídos não somente pelo desempenho favorável dos setores produtores de *commodities*, mas também pelo dinamismo dos mercados internos das principais economias da região (Brasil, México e Argentina). Parte desses investimentos foi realizada pelas instituições financeiras estrangeiras diante das perspectivas de ampliação do mercado de crédito bancário nesse contexto. Mesmo que esses investimentos sejam menos voláteis e guiados por perspectivas de mais longo prazo que as demais modalidades de fluxos, eles ampliaram ainda mais o grau já elevado de internacionalização das estruturas produtivas e dos sistemas financeiros dos países latino-americanos, reforçando os vasos comunicantes entre matrizes (sediadas nos países avançados) e filiais, nas fases de expansão e de retração.

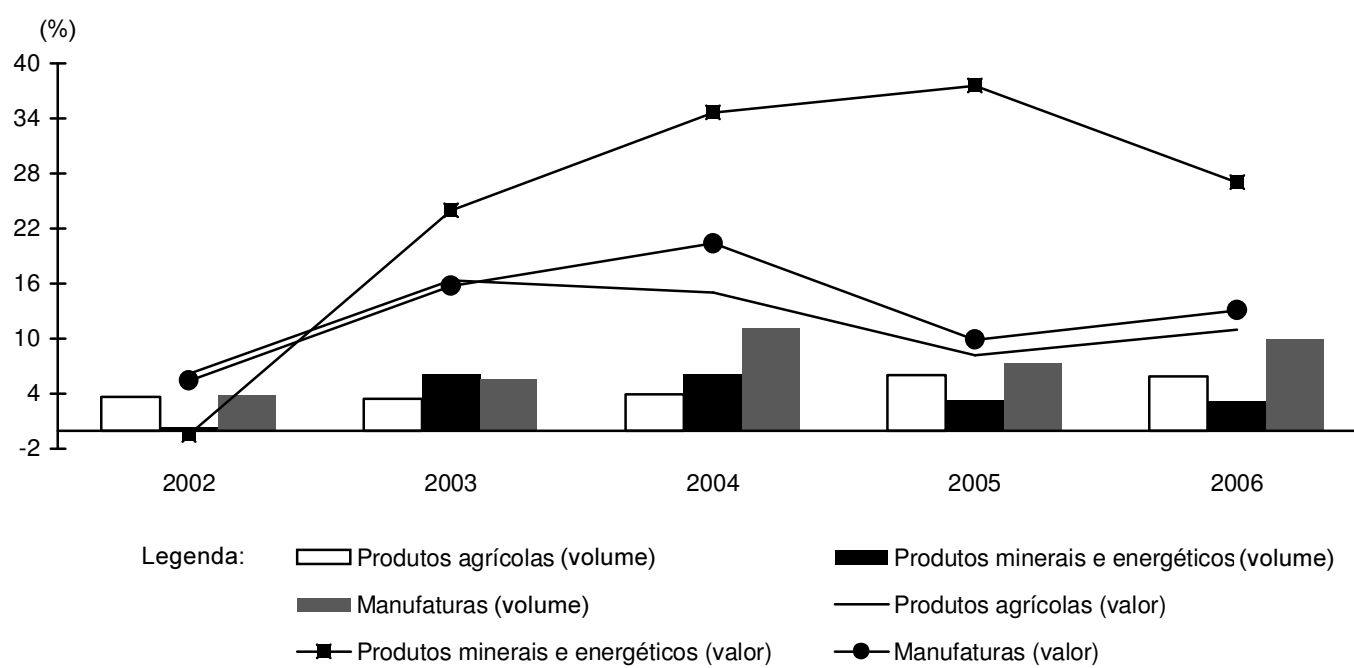
Os superávits em transações correntes somados aos fluxos líquidos de capitais permitiram à Ásia e, em menor medida, à América Latina o acúmulo de expressivos volumes de reservas internacionais (Tabela A.2). Assim, no limiar da eclosão da crise *subprime*, essas duas regiões tinham uma situação externa favorável (principalmente no primeiro caso), bem como contas fiscais sólidas e inflação sob controle (CEPAL, 2008; World Econ. Outlook, 2008), que as tornava aparentemente imunes à crise. Essa suposta imunidade, ao lado dos vínculos comerciais cada vez mais estreitos entre as duas regiões (com destaque para as importações de *commodities* por parte da China e da Índia), levou vários analistas a defenderem a hipótese do “descolamento” (*decoupling*), segundo a qual os países emergentes dessas regiões seriam capazes de sustentar seu dinamismo econômico após essa eclosão. Todavia essa hipótese não foi confirmada pelos acontecimentos, como se verá na próxima seção.

Gráfico 1

Varição anual do valor e do volume das exportações mundiais — 2002-08
a) valor e volume de mercadorias e serviços



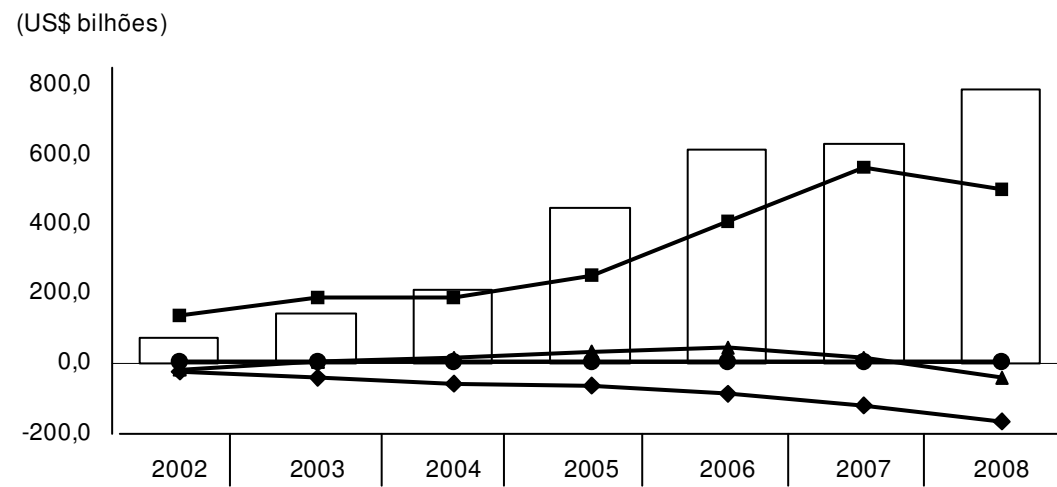
b) mercadorias por tipos



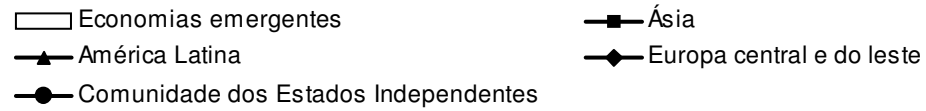
FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

Gráfico 2

Saldo de transações correntes, por regiões selecionadas, das economias emergentes — 2002-08



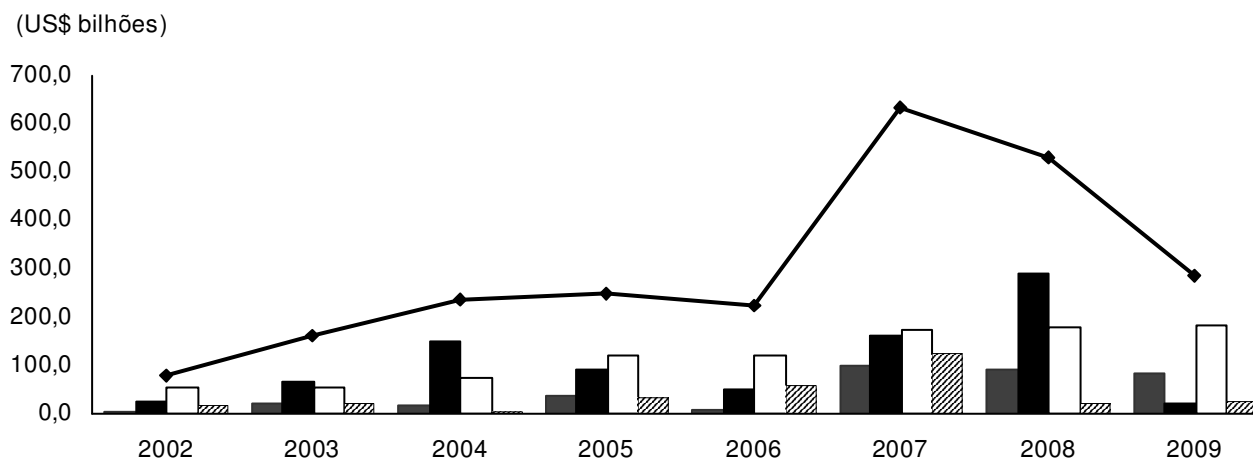
Legenda:



FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.
 NOTA: Os dados de 2008 são previstos.

Gráfico 3

Fluxos líquidos de capitais privados, por regiões selecionadas, das economias emergentes — 2002/09

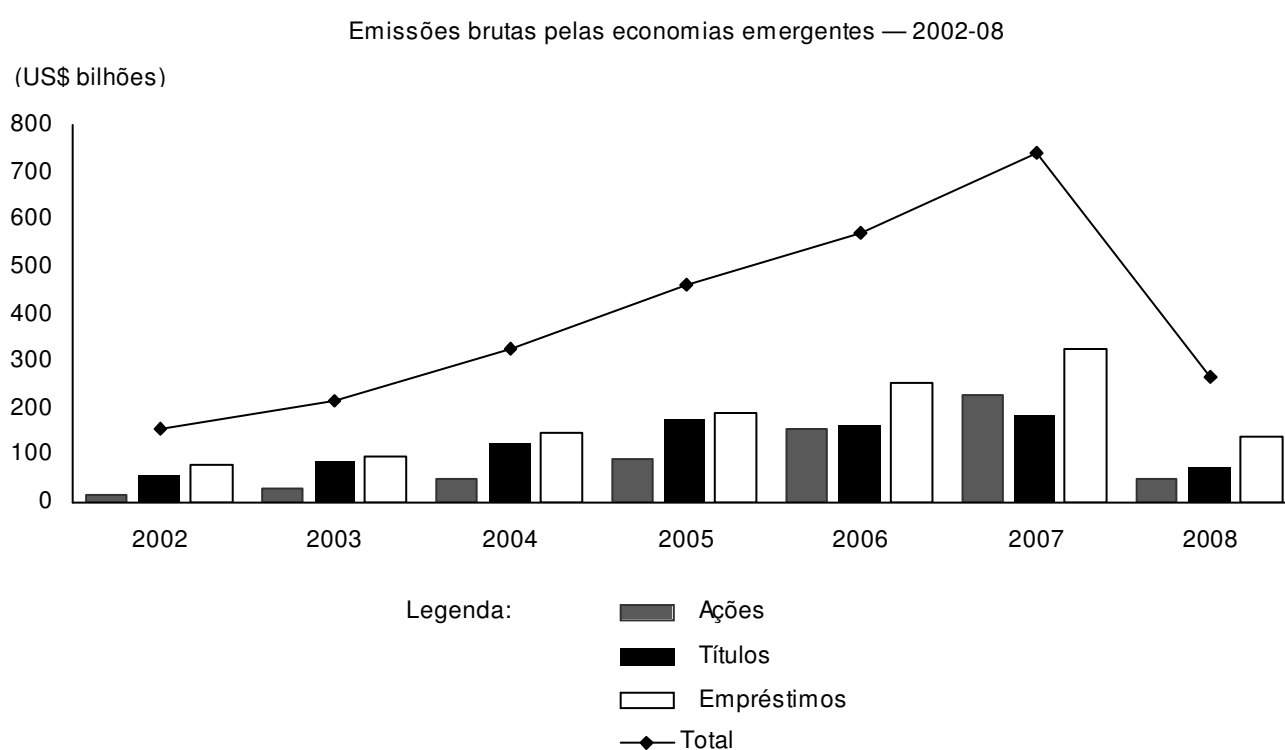


Legenda:



FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.
 NOTA: Os dados de 2008 são previstos, e os de 2009 são estimados.

Gráfico 4



FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

NOTA: Os dados de 2008 referem-se ao primeiro semestre.

3 O efeito contágio da crise sobre as moedas emergentes e as respostas de política

O efeito contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão — que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas —, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investi-

mento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários).

Os defensores da hipótese do descolamento desconsideraram não somente a existência desses vários canais, mas também uma característica comum a todas as economias emergentes, que explica o efeito contágio praticamente generalizado da crise sobre suas respectivas taxas de câmbio, qual seja: a pior qualidade de suas moedas relativamente às moedas dos países desenvolvidos, que as torna mais vulneráveis aos movimentos de fuga para a qualidade dos investidores globais.

Enquanto a inserção diferenciada das quatro principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças internacionais no período 2003-07 contribuiu para a compreensão desses canais e, assim, dos impactos

heterogêneos da crise financeira sobre suas respectivas moedas (e economias), essa característica elucidada por que mesmo países com bons fundamentos macroeconômicos (incluindo elevadas reservas internacionais) não ficaram imunes a esse efeito.

Como mostra o Gráfico 5, considerando-se os principais países dessas regiões, somente a moeda chinesa não sofreu depreciação, seja desde a eclosão da crise (agosto de 2007), seja após o seu aprofundamento (meados de setembro de 2008). Porém a intensidade dessa depreciação foi bastante diferente e não guardou relação apenas com a magnitude do déficit na conta de transações correntes.

Essa magnitude, somada à elevada dependência de financiamento externo, explica, em grande medida, a desvalorização das moedas da Ucrânia e dos países da Europa central e do leste (que foi menos intensa na República Tcheca e na Polônia, cujas posições externas eram menos vulneráveis). No caso desses países, a elevada presença dos bancos estrangeiros nos sistemas financeiros domésticos foi um canal adicional de contágio, já que estes contraíram suas operações locais diante das perdas nos países de origem.

Na Coreia, a deterioração da conta de transações correntes não é suficiente para explicar a depreciação cambial recorde entre agosto de 2007 e o dia 20 de outubro de 2008 (cerca de 44%). Essa depreciação está relacionada com a estratégia de ampliar a abertura financeira que, num contexto de apreciação cambial resultou no ingresso de volumes expressivos de recursos de curto prazo — empréstimos bancários e investimentos de portfólio em ações (Tabelas A.4 e A.5) — e de contratos de derivativos cambiais, como mencionado na seção anterior. Com a eclosão da crise, esses investimentos passaram a ser resgatados, e os bancos não conseguiram rolar seus empréstimos no exterior, o que implicou depreciação cambial e perdas para as empresas que estavam com posições vendidas nesses contratos, o que adicionou pressões sobre a taxa de câmbio coreana, na medida em que essas perdas tinham que ser cobertas com a entrega de dólares.

Já as moedas dos países latino-americanos, ao contrário da coreana, resistiram por mais tempo ao efeito contágio. No primeiro semestre de 2008, suas moedas apreciaram-se em função, principalmente, da alta dos preços das *commodities*, que se sustentou até junho (CEPAL, 2008). Mas, a partir de agosto, começaram sua trajetória de depreciação — em função da queda dos preços das *commodities* e do aumento da saída de capitais das bolsas de valores —, que se intensificou com a virtual interrupção das linhas de crédito comercial e com

o movimento generalizado de fuga para a qualidade (ou seja, para os títulos do Tesouro norte-americano) após a falência do Lehman Brothers. Assim como na Coreia, a desmontagem das posições das empresas exportadoras nos mercados de derivativos cambiais reforçou essa trajetória (Regional..., 2008b).

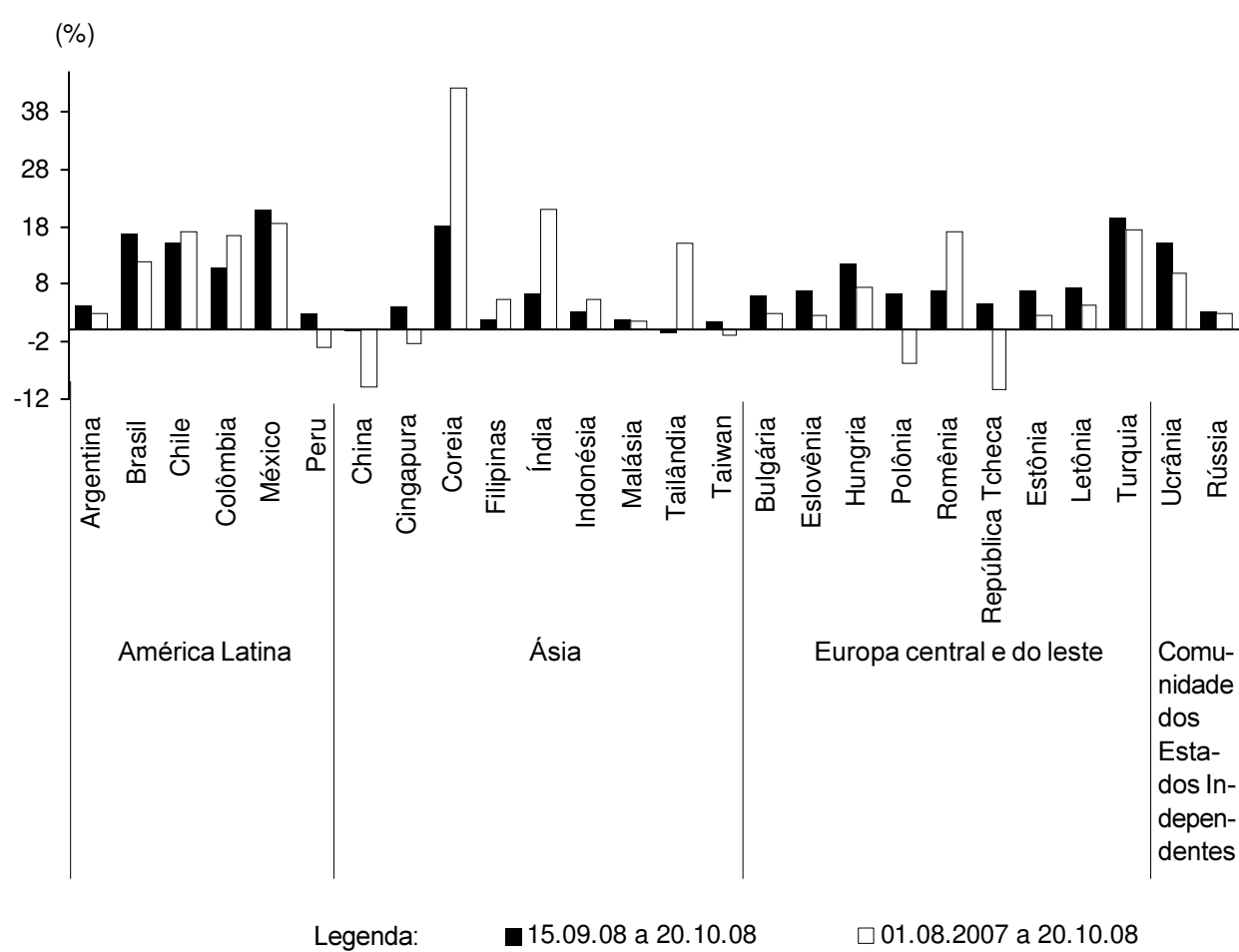
Ademais, no caso da América Latina, outro canal de transmissão também entrou em ação. A deterioração da conta de transações correntes, associada não somente à queda dos preços das *commodities*, mas também ao aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais dos setores automobilístico e financeiro e ao recuo das quantidades exportadas (CEPAL, 2008), contaminou adversamente as expectativas dos agentes, em relação, especialmente, às moedas dos países com maiores vínculos comerciais com os Estados Unidos e com a Europa, como o México e o Chile.

Diante do efeito contágio da crise, os governos de vários países emergentes adotaram um conjunto de iniciativas para conter a depreciação de suas moedas, bem como os desdobramentos da crise sobre os sistemas financeiros domésticos e o desempenho do nível de atividade. As iniciativas envolveram reduções das taxas de juros básicas, medidas preventivas de estabilização do sistema financeiro (caso das garantias aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira concedidas pelos Governos de Cingapura, Hong Kong e Malásia), planos de apoio aos bancos com elevado endividamento externo (Coreia), vendas de dólares das reservas cambiais (México) e firmação de acordos com o FMI (Hungria e Ucrânia). Vale destacar-se que, durante a negociação do seu acordo com o Fundo, a Hungria foi forçada a elevar sua taxa de juros (Quadro A.1).

Ademais, como resposta a esse efeito, no dia 29 de outubro, o FMI anunciou a criação de uma nova linha de liquidez de curto prazo (no valor de US\$ 100 bilhões), que proporcionará rápidos desembolsos de recursos para países com políticas econômicas saudáveis, mas que estejam enfrentando problemas temporários de liquidez. No mesmo dia, o Federal Reserve concedeu uma linha de crédito de US\$ 30 bilhões em operações de *swaps* (vigente até 30 de abril de 2009) para os bancos centrais da Coreia do Sul, Cingapura, Brasil e México.

Gráfico 5

Variação das taxas de câmbio dos países emergentes em períodos selecionados



FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

4 Considerações finais

Os dados disponíveis sobre o desempenho do lado real das principais economias emergentes sugere que a tese do descolamento perdeu sentido no final de 2008 e no começo de 2009. Economias de crescimento elevado, como as asiáticas, experimentaram fortes contrações em bases trimestrais já no último trimestre de 2008, ou, como no caso da China, verificou-se uma sensível desaceleração. As expectativas para o comportamento do PIB em 2009 têm sido recorrentemente revisadas para baixo.

No primeiro semestre de 2008, ainda era possível verificar, na América Latina, Brasil, Chile e México acelerando suas taxas de crescimento na passagem do primeiro para o segundo trimestre, num contexto de evolução favorável dos preços das *commodities*. No primeiro caso, a obtenção do grau de investimento no final de abril gerou uma “onda” de otimismo e também contribuiu para manter os mercados financeiros e os demais setores da economia relativamente imunes ao efeito contágio. Em contrapartida, na Ásia e na Europa central e do leste, alguns países desaceleraram seu ritmo de expansão, indicando que a transmissão da crise, seja pelas transações correntes, seja pela conta financeira, já estava em operação nos primeiros seis meses de 2008, antes da sua transformação num fenômeno sistêmico.

No caso da Coreia, além da piora dos termos de troca, as dificuldades de refinanciar o elevado passivo de curto prazo resultaram em forte depreciação do won e, conseqüentemente, em perdas para as empresas que se tinham protegido contra a apreciação dessa moeda, afetando adversamente as expectativas dos agentes e a atividade econômica. Já na Índia, os principais canais de transmissão foram a queda das exportações de serviços de tecnologia de informação e a redução das transferências unilaterais. A Tailândia, por sua vez, sentiu os reflexos da menor demanda por seus produtos pelos países desenvolvidos. No âmbito dos países do centro e do leste da Europa, foram exatamente as economias com maior vulnerabilidade externa (elevados déficits em transações correntes e dívidas em moeda estrangeira) que apresentaram pior desempenho.

No segundo semestre, diante do aprofundamento da crise e do seu transbordamento para os mercados de crédito dos países emergentes — seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela

liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza) —, a atividade econômica desses países registrou uma desaceleração mais intensa.

Nesse contexto, o presente artigo procurou avaliar os diferentes canais de transmissão da crise e o ponto de partida das principais economias emergentes, expressos pelo seu perfil de integração global, particularmente no ciclo de elevado crescimento que antecedeu a atual ruptura generalizada dos mercados financeiros. Ainda que não se possa vislumbrar com clareza o equacionamento da crise, pode-se levantar a hipótese de que a combinação daquele perfil de inserção com as medidas de política que vem sendo implementadas contribuirá, decisivamente, para a definição do ritmo de recuperação das economias individuais. Isso não significa dizer que, isoladamente, os países poderão equacionar seus problemas correntes, pelo contrário, o caráter global e sistêmico da crise impõe a necessidade política de se construírem saídas coletivas. Todavia, e a despeito desse alerta fundamental, procuraram-se verificar, ainda que de forma preliminar, os impactos diferenciados da crise, nas dimensões comerciais e financeiras, de modo a melhor delimitar-se seu escopo em distintas regiões e países.

Anexo estatístico

Tabela A.1

Saldo de transações correntes nas economias emergentes — 2002-07

(US\$ milhões)

ANOS	AMÉRICA LATINA				ÁSIA		
	Argentina	Brasil	Chile	México	China	Coreia do Sul	Índia
2002	8 767	-7 637	-580	66 052	35 422	5 394	7 060
2003	8 140	4 177	-779	78 083	45 875	11 950	8 773
2004	3 213	11 738	2 074	94 979	68 659	28 174	780
2005	5 102	13 984	1 449	109 369	160 818	14 981	-7 835
2006	7 691	13 620	6 838	127 929	253 268	5 385	-9 415
2007	7 210	1 460	7 200	151 130	371 833	5 954	...

ANOS	EUROPA CENTRAL E DO LESTE				COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES	
	Turquia	Estônia	Hungria	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	-626	-779	-4 693	-625	29 116	3 174
2003	-7 515	-1 115	-6 721	-921	35 410	2 891
2004	-14 431	-1 413	-8 561	-1 762	59 514	6 909
2005	-22 137	-1 382	-7 463	-1 992	84 444	2 531
2006	-31 893	-2 759	-6 824	-4 522	94 367	-1 617
2007	-37 575	-3 771,8	-6 777	-6 232	78 310	-5 272

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

Tabela A.2

Fluxos líquidos de capitais privados e variação de reservas nas economias emergentes — 2002/09

	(US\$ bilhões)							
DISCRIMINAÇÃO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (1)	2009 (2)
Total das economias emergentes (3)	77,1	162,5	236,5	248,7	223,1	633,0	528,9	286,8
Investimento direto	156,6	166,2	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Fluxos financeiros	-79,5	-3,8	47,4	-13,1	-22,9	254,0	85,2	-127,8
Investimento de portfólio	-91,9	-13,0	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Outros fluxos de capitais (4)	12,4	9,2	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Fluxos oficiais — líquido	-1,0	-50,6	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Variações nas reservas (5)	-195,1	-364,0	-508,4	-595,8	-754,3	-1 256,1	-1 270,1	-920,2
Ásia (6)								
Investimento direto	53,3	70,4	64,5	104,3	96,5	160,4	224,5	181,2
Fluxos financeiros	-30,2	-6,2	83,2	-13,3	-48,2	2,6	67,1	-159,1
Investimento de portfólio	-60,0	7,9	13,4	-9,3	-110,7	14,8	-24,8	-108,4
Outros fluxos de capitais (4)	29,9	-14,1	69,9	-4,0	62,5	-12,2	91,9	-50,7
Variações nas reservas (5)	-154,8	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8	-752,4	-546,2
América Latina								
Investimento direto	50,2	38,2	49,0	52,3	27,3	79,5	73,7	70,8
Fluxos financeiros	-45,1	-19,2	-33,8	-14,2	-17,9	18,0	19,5	10,0
Investimento de portfólio	-15,3	-11,0	-18,7	5,1	-13,4	32,6	23,1	18,6
Outros fluxos de capitais (4)	-29,8	-8,3	-15,1	-19,3	-4,4	-14,6	-3,6	-8,6
Variações nas reservas (5)	1,5	-33,6	-22,1	-33,8	-49,5	-130,8	-74,0	-20,3
Europa central e do leste								
Investimento direto	24,5	17,1	36,1	51,7	64,3	74,8	77,3	81,8
Fluxos financeiros	29,3	36,5	38,2	67,4	55,6	99,0	102,6	100,0
Investimento de portfólio	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-7,7	10,4	15,5
Outros fluxos de capitais (4)	27,2	28,5	9,8	45,9	45,6	106,7	92,2	84,5
Variações nas reservas (5)	-18,1	-12,8	-14,7	-45,9	-22,8	-41,6	-22,9	-21,3

FONTE: WORLD ECONOMIC OUTLOOK. [Washington, D. C.]: International Monetary Fund, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.

(1) Dados previstos. (2) Dados estimados. (3) Inclui Israel e as novas economias industrializadas da Ásia. (4) Refere-se às diversas modalidades de empréstimos bancários. (5) Sinal negativo indica um acréscimo. (6) Inclui as novas economias industrializadas da Ásia e exclui os efeitos da recapitalização de dois grandes bancos comerciais chineses com reservas estrangeiras (US\$ 45 bilhões).

Tabela A.3

Emissões brutas das economias emergentes — 2002-08

	(US\$ bilhões)						
DISCRIMINAÇÃO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008(1)
Ásia	76,5	100,2	152,4	195,3	243,1	315,3	110,5
Percentual total	48,4	46,6	46,8	42,3	42,5	42,5	41,2
Títulos	17,2	26,7	44,6	44,5	41,7	47,3	20,2
Percentual total	29,5	29,9	34,7	24,8	25,6	25,7	26,0
Ações	12,9	23,0	36,8	68,8	101,0	118,0	26,1
Percentual total	75,3	81,9	75,0	74,0	64,2	51,5	52,0
Empréstimos	16,4	50,6	71,0	82,0	100,4	150,0	64,1
Percentual total	19,9	51,8	47,9	43,2	39,8	45,8	45,7
China, Índia e Coreia	29,5	38,2	70,0	112,9	137,9	209,4	69,0
Percentual total	38,5	38,1	45,9	57,8	56,7	66,4	62,5
América Latina	31,9	46,9	56,5	86,2	76,3	133,0	39,5
Percentual total	20,2	21,8	17,4	18,6	13,3	17,9	14,7
Títulos	18,8	32,8	33,7	61,0	30,7	38,7	14,4
Percentual total	32,3	36,7	26,3	34,0	18,8	21,0	18,5
Ações	2,2	1,2	2,2	6,0	18,8	47,7	11,5
Percentual total	12,9	4,3	4,5	6,5	11,9	20,8	22,9
Empréstimos	10,8	13,0	20,6	19,2	26,8	46,5	13,6
Percentual total	13,1	13,3	13,9	10,1	10,6	14,2	9,7
Brasil e México	19,8	29,9	36,6	42,2	51,1	91,8	24,1
Percentual total	62,1	63,7	64,7	49,0	67,0	69,1	60,9
Europa	29,6	45,1	70,2	104,3	133,6	164,8	77,7
Percentual total	18,8	21,0	21,6	22,6	23,3	22,2	29,0
Títulos	14,9	22,8	33,0	52,3	50,6	59,8	33,5
Percentual total	25,5	25,5	25,7	29,1	31,0	32,4	43,2
Ações	1,7	2,5	5,6	11,3	24,2	41,7	7,2
Percentual total	9,6	8,9	11,3	12,1	15,4	18,2	14,4
Empréstimos	13,1	19,8	31,6	40,8	58,7	63,4	37,0
Percentual total	15,9	20,3	21,3	21,5	23,3	19,3	26,4
Rússia e Turquia	14,4	20,7	36,6	56,0	92,3	119,2	45,2
Percentual total	48,4	45,83	52,17	53,67	69,11	72,34	58,16

FONTE: GLOBAL financial stability report. [Washington, D. C.]: IMF, 2008. Tab. 14-16 - Anexo estatístico.
(1) Primeiro semestre.

Tabela A.4

Outros fluxos de capitais das economias emergentes — 2002-07

(US\$ bilhões)

ANOS	AMÉRICA LATINA				ÁSIA		
	Argentina	Brasil	Chile	México	China	Coreia do Sul	Índia
2002	-9 920	-9 331	728	-3 164	-1 029	5 263	2 164
2003	-4 580	-5 724	1 543	-4 114	12 040	2 434	1 742
2004	-2 635	-4 404	-829	-3 939	35 928	4 282	6 701
2005	-3 661	785	2 028	-1 124	44 921	9 473	10 876
2006	-2 020	23 491	4 206	-4 652	45 118	56 330	20 488
2007	-766	31 923	6 817	8 880	81 806	59 836	...

ANOS	EUROPA CENTRAL E DO LESTE				COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES	
	Turquia	Hungria	Estônia	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	-3 676	399	668	-517	1 877	734
2003	24 547	501	533	6 000	1 945	715
2004	19 331	744	2 352	3 199	5 131	4 196
2005	45 846	372	2 176	6 769	7 731	5 749
2006	30 340	1 955	4 033	6 491	9 598	10 189
2007	136 798	1 645,4	7 317	13 405	20 301	22 994

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

Tabela A.5

Investimentos de portfólio das economias emergentes — 2002-07

(US\$ bilhões)

ANOS	AMÉRICA LATINA				ÁSIA		
	Argentina	Brasil	Chile	México	China	Coreia do Sul	Índia
2002	-5 117	-4 797	999	-1 003	1 752	5 378	1 022
2003	-7 663	5 129	2 054	3 558	8 444	22 690	8 216
2004	-9 339	-3 996	1 122	5 238	13 203	18 375	9 037
2005	-1 731	6 655	1 394	8 366	21 224	14 114	12 144
2006	7 931	9 051	776	1 296	42 861	8 056	9 549
2007	7 207	48 104	-373	14 773	20 996	29 974	...

ANOS	EUROPA CENTRAL E DO LESTE				COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES	
	Turquia	Hungria	Estônia	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	-694	1 503	3 756	1 461	1 844	693
2003	851	3 851	-2 329	-36	2 902	1 424
2004	1 856	9 411	4 406	58	7 353	1 715
2005	7 070	14 670	-828	497	5 784	7 808
2006	5 714	11 402	9 124	703	8 751	5 604
2007	3 043	2 780	12 729	-162	516	9 891

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

Quadro A.1

Principais iniciativas de política econômica dos países emergentes (exclusive o Brasil) — 2008

REGIÕES EMERGENTES	PAÍSES	INICIATIVAS
América Latina	Argentina	O Governo anunciou, no dia 22.10.2008 , a decisão de estatizar os 10 fundos de previdência privada.
	México	No dia 21 de outubro , o Governo decidiu fornecer US\$ 3,92 bilhões em garantias para o refinanciamento de dívidas vincendas em 2008 pelas empresas.
	Chile	O Banco Central manteve sua taxa de juros básica em 8,25% ao ano, em 06.11.2008 .
Ásia	Coreia	O Governo anunciou, no dia 19.10.2008 , um pacote envolvendo US\$ 130 bilhões de ajuda aos bancos domésticos: US\$ 100 bilhões servirão como garantia, num período de três anos, aos empréstimos externos contraídos entre os dias 19.10.2008 e 30.06.2009; os restantes US\$ 30 bilhões serão destinados aos bancos mais afetados pela contração do crédito em moeda estrangeira.
		O Banco Central reduziu, no dia 27.10.2008 , em 0,75 ponto percentual sua taxa de juros básica numa reunião extraordinária.
		O Banco Central propôs um acordo bilateral de <i>swaps</i> com o Banco Central da China em 04.11.2008 . Entretanto as negociações entre os dois países ainda não foram iniciadas.
	China	O Banco Central anunciou em 29.10.2008 um corte de 0,27 ponto percentual da taxa de juros básica (de 6,93% para 6,66%) e da taxa de depósito (de 3,87% para 3,60%). Esse foi o terceiro corte dos juros nas últimas seis semanas.
	Cingapura	No dia 16 de outubro , o Governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010.
	Hong Kong	No dia 14 de outubro , o Governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010. A autoridade monetária anunciou, no dia 30.10.2008 , um corte da taxa de juros em 0,5 ponto percentuais (de 2,0% para 1,5%), seguindo o corte de juros anunciado no dia 29.10.2008 pelo Fed. Essa foi a segunda redução dos juros em outubro, a outra ocorreu em 09.10.2008 , quando os juros foram de 2,5% para 2,0% ao ano.
	Índia	O Banco Central promoveu, no dia 20.10.2008 , um corte de 100 pontos básicos na sua taxa de desconto. O Banco Central reduziu, em 01.11.2008 , sua taxa principal de juros para empréstimos em 0,5 ponto percentual (de 8,0% para 7,5% ao ano), a segunda vez em duas semanas. O Governo também anunciou que recomprará títulos, a fim aumentar a liquidez da economia.
Indonésia	O Governo e o Banco Central anunciaram um pacote de emergência em 29.10.2008 , a fim de proteger a estabilidade do sistema financeiro e a economia nacional, em resposta à pressão crescente contra a moeda nacional e a bolsa de valores. O pacote incluiu a compra de títulos do Governo, a repatriação dos ganhos em moeda estrangeira das empresas estatais, além da realização de <i>swaps</i> cambiais com os Bancos Centrais de China, Japão e Coreia do Sul, se fosse necessário. O Banco Central da Indonésia manteve sua taxa de juros básica em 9,5% ao ano, em 06.11.2008 .	

(continua)

Quadro A.1

Principais iniciativas de política econômica dos países emergentes (exclusive o Brasil) — 2008

REGIÕES EMERGENTES	PAÍSES	INICIATIVAS
Ásia	Malásia	No dia 16 de outubro , o Governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010.
	Taiwan	O Banco Central reduziu a taxa básica de juros (de 3,25% para 3% ao ano), a taxa de acomodações com colaterais (de 3,625% para 3,375% ao ano) e a taxa de acomodações sem colaterais (de 5,5% para 5,25% ao ano) em 0,25 ponto percentual, no dia 30.10.2008 . A medida representou o terceiro corte nos juros realizado em menos de dois meses.
Comunidade dos Estados Independentes	Rússia	O parlamento da Rússia aprovou, no dia 23.10.2008 , duas medidas para atenuar a turbulência nos mercados financeiros domésticos: (a) 175 bilhões de rublos do orçamento poderão ser utilizados para apoiar instituições financeiras em dificuldades; (b) a agência de seguro de depósitos receberá um aporte adicional de 200 bilhões de rublos.
	Ucrânia	O conselho executivo do Fundo Monetário Internacional aprovou, em 06.11.2008 , o pacote de US\$ 16,4 bilhões disponíveis por 24 meses anunciado no dia 26.10. O País terá acesso imediato a cerca de US\$ 4,5 bilhões. O plano inclui mudanças nas políticas monetária e cambial, recapitalização dos bancos e ajustes fiscais.
Europa central e do leste	Eslováquia	O Banco Central anunciou, em 28.10.2008 , um corte da sua taxa de juros em 0,5 ponto percentual (4,25% para 3,75% ao ano).
	Hungria	O Banco Central elevou, no dia 22.10.2008 , em 3 pontos percentuais sua taxa de juros básica.
		Em 28.10.2008 , o FMI, a União Europeia e o Banco Mundial aprovaram um pacote de 20 bilhões (US\$ 25 bilhões) para a Hungria. O FMI concederá 12,5 bilhões (US\$ 15,7 bilhões) sob a forma de empréstimo a 17 meses. A União Europeia participará do pacote com 6,5 bilhões (8,1 bilhões), e o Banco Mundial com 1,0 bilhão (US\$ 1,3 bilhão).
	República Tcheca	O Banco Central reduziu, no dia 06.11.2008 , sua taxa de juros básica em 0,75 ponto percentual (de 3,5% para 2,75%).
	Sérvia	Em 06.11.2008 , o Banco Central aumentou a taxa de juros básica em 2,0 pontos percentuais (de 15,75% para 17,75% ao ano), a fim de conter a inflação e fortalecer a moeda nacional. Foi anunciado, em 06.11.2008 , que o Governo assinará um acordo precaucional com o Fundo Monetário Internacional para restaurar a confiança no País.
Oriente Médio	Arábia Saudita	O Governo anunciou, em 26.10.2008 , que injetará 10 bilhões de <i>riyals</i> (US\$ 2,67 bilhões) no Saudi Credit Bank, para prover concessão de empréstimos sem juros a cidadãos de baixa renda.

FONTE: INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS. Washington: D. C.: FMI, 2009. CD-ROM.

Referências

BANK INTERNATIONAL SETTLEMENTS — BIS. **77th Annual Report**. Basileia: BIS, 2007. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

BANK INTERNATIONAL SETTLEMENTS — BIS. **78th Annual Report**. Basileia: BIS, 2008. Disponível em: <<http://www.bis.org>>.

BERNANKE, B. The great moderation. In: AT THE MEETINGS OF THE EASTERN ECONOMIC ASSOCIATION. **Remarks by Governor Ben S. Bernanke**, Washington, D. C., 2004.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA E O CARIBE — CEPAL. **Panorama de la inserción internacional de la América Latina y el Caribe 2007: tendencias 2008**. [Santiago; Chile: CEPAL, dic. 2008. Disponível em: <<http://www.eclac.org>>.

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. **International Financial Stability**. [S. l.]: Deutsche Bank, 2005. Disponível em: <<http://econ.ucsc.edu>>.

ECONOMIST (The). **Into the storm**. [Nova Iorque: The Economist newspaper], 23 oct. 2008.

EL-ERIAN, M. **When markets collide: investment strategies for age of global economic change**. New York: McGraw Hill, 2008.

FERGUSON, N., SCHULARICK, M. Chimerica and global asset markets. **International Finance**, [S. l.]: Blackwell, 2007.

KIM, S.; YANG, D. Y. **Managing capital flows: the case of the republic of Korea**. Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2008. (ADB Institute Discussion Paper, n. 88).

REGIONAL Economic Outlook: Europe. [Washington, D. C.]: International Monetary Fund, 2008b.

REGIONAL Economic Outlook: Western Hemisphere. [Washington, D. C.]: International Monetary Fund, 2008a.

TOLOUI, R. **When capital flows uphill: emerging markets as creditors**. [S. l.]: PIMCO, 2007. Disponível em: <<http://www.pimco.com>>. Acesso em: jun. 2007.

TRADE AND DEVELOPMENT REPORT, 2008. Geneva: UNCTAD, 2008. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>.

WORLD ECONOMIC OUTLOOK. [Washington, D. C.]: International Monetary Fund, 2008. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.