

# Análise Econômica

ANÁLISE REGIONAL DAS MESORREGIÕES DO ESTADO DO  
PARANÁ NO FINAL DO SÉCULO XX  
JANDIR FERRERA DE LIMA, LUCIR REINALDO ALVES, MOACIR  
PIFFER E CARLOS ALBERTO PIACENTI

CUSTO NA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA DA REDUÇÃO DA  
VULNERABILIDADE EXTERNA BRASILEIRA ATRAVÉS DO  
AUMENTO DAS RESERVAS INTERNACIONAIS  
ROBERTO MEURER

DETERMINAÇÃO DE UM MODELO DE PREVISÃO  
UNIVARIADO PARA PREÇOS DE LEITE PAGOS AOS  
PRODUTORES EM SANTA CATARINA  
ARLEI LUIZ FACHINELLO E MIRIAN RUMENOS PIEDADE BACCHI

VIABILIDADE DE ESTRATÉGIAS DE HEDGE COM  
CONTRATOS FUTUROS DE BOI GORDO NO BRASIL  
DIANA DE MEDEIROS BAPTISTA E DANILO ROLIM DIAS  
DE AGUIAR

ATAQUES ESPECULATIVOS E CRISES CAMBIAIS NA  
ARGENTINA E NO BRASIL: UMA ANÁLISE COMPARATIVA  
KELLEN FRAGA DA SILVA E FERNANDO FERRARI FILHO

A TEORIA DOS FUNDOS DE EMPRÉSTIMOS: UM ESTUDO  
DOS MODELOS AGREGADOS NEOCLÁSSICO E  
KEYNESIANO  
ALAIN HERSCOVICI

CRIME ECONÔMICO NO PARANÁ: UM ESTUDO DE CASO  
SALETE POLONIA BORILLI E PERY FRANCISCO ASSIS SHIKIDA

APLICAÇÃO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL AO  
AMBIENTE PORTUÁRIO: ANÁLISE DOS CUSTOS DE  
TRANSAÇÃO NO PORTO DE SANTOS  
CINTIA RETZ LUCCI, ALCINDO FERNANDES GONÇALVES E  
ROBERTO FAVA SCARE

REDUÇÃO DE MANDATOS LEGISLATIVOS: O DEBATE  
ADORMECIDO  
FRANCISCO JOSÉ DE QUEIROZ PINHEIRO, CHARLES LIMA DE  
ALMEIDA E TITO BELCHIOR SILVA MOREIRA

ANÁLISE ECONÔMICA E AMBIENTAL DE SISTEMAS DE  
TERMINAÇÃO DE SUÍNOS COM A APLICAÇÃO DOS  
CONJUNTOS FUZZY  
JULIO EDUARDO ROHENKOHL, ORLANDO MARTINELLI E MARCOS  
ALVES DOS REYS

RESENHA: THE GLOBAL EVOLUTION OF INDUSTRIAL  
RELATIONS EVENTS, IDEAS AND THE IIRA  
CARLOS HENRIQUE HORN

ANO 24

Nº 46

Setembro, 2006

A Revista Análise Econômica agradece a colaboração dos pareceristas dos números 45 e 46, abaixo relacionados

Abraham Benzaquen Sicsu  
Adelar Fochezatto  
Ademar Ribeiro Romeiro  
Ademir Clemente  
Alexandre Stamford da Silva  
Ana Lucia Kassouf  
Andre Luis Rossi de Oliveira  
Andre Tosi Furtado  
Andrea Sales Soares de Azevedo Melo  
Angela Antonia Kageyama  
Antonio Wilson Ferreira Menezes  
Armando João Dalla Costa  
Bernardo Mueller  
Carlos Frederico Leao Rocha  
Claudio Roberto Fóffano Vasconcelos  
Cláudio Djissey Shikida  
Clesio Lourenco Xavier  
Dulio de Ávila Berni  
Eliezer Martins Diniz  
Emerson Fernandes Marçal  
Eugenio Lagemann  
Fernando Ferrari Filho  
Francisco Casimiro Filho  
Franklin Leon Peres Serrano  
Frederico Gonzaga Jayme Jr.  
Geraldo Edmundo Silva Jr.  
Helder Ferreira de Mendonça

Helder Queiroz Pinto Junior  
Izabel Cristina Takitane  
Joaquim José Martins Guilhoto  
Jailson Dias  
Jose Gabriel Porcile Meirelles  
José Rubens Damas Garlipp  
Julio César de Oliveira  
Lovois de Andrade Miguel  
Marcelo Savino Portugal  
Marcio Holland de Brito  
Marco Aurelio Crocco Afonso  
Marcos Costa Holanda  
Mônica Viegas Andrade  
Paulo Dabdab Waquil  
Paulo Sergio Fracalanza  
Pedro Bandeira  
Pedro Valentim Marques  
Pery Francisco Assis Shikida  
Renato Leite Marcondes  
Roberto Camps Moraes  
Ronald Otto Hilbrech  
Ronaldo de Albuquerque e Arraes  
Ronaldo Seroa da Motta  
Thompson Almeida Andrade  
Tito Belchior Silva Moreira  
Valmor Marchetti  
Vladimir Kuhl Teles

# Ataques especulativos e crises cambiais na Argentina e no Brasil: uma análise comparativa

Kellen Fraga da Silva\*  
Fernando Ferrari Filho\*\*

**Resumo:** O presente artigo busca, tendo como referência os modelos convencionais e a análise pós-keynesiana sobre ataques especulativos e crises cambiais, evidenciar uma interpretação para as crises cambiais da Argentina e do Brasil, visando, com isso, estabelecer uma comparação entre as referidas crises.

**Palavras-chave:** crises cambiais, economias brasileira e argentina, planos de estabilização.

**Abstract:** In the light of conventional models and Post Keynesian theory about speculative attacks and currency crises, this article aims to analyze the currency crises in Argentina and Brazil.

**Keywords:** currency crises, Brazilian and Argentinean economies; stabilization Plan.

**JEL:** F32; F34.

## Introdução

A internacionalização da economia e a globalização do capital, em curso, ao longo das últimas décadas, têm alterado substancialmente a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial: a abertura comercial das economias, a liberalização da conta de capitais e, por conseguinte, a livre mobilidade de capitais de *portfolio*, a desregulamentação dos mercados financeiros e as inovações financeiras e a ausência de regras monetárias e cambiais para evitar as volatilidades das taxas de juros e de câmbio limitam, por um lado, a ação das políticas macroeconômicas dos Estados Nacionais e, por outro, explicam, em parte, tanto as recorrentes crises de balanço de pagamentos e ataques especulativos às moedas nacionais quanto as

\*Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Economia da UFRGS e bolsista do CNPq.  
E-mail: kellenfraga@hotmail.com

\*\*Professor titular do Departamento de Economia da UFRGS e pesquisador do CNPq. E-mail: ferrari@ufrgs.br.

Recebido em dezembro de 2005. Aceito em fevereiro de 2006.

flutuações cíclicas de demanda efetiva em nível mundial. As crises cambiais em países emergentes, nos últimos anos, – quais sejam: mexicana de 1994/1995, leste da Ásia de 1997, russa de 1998, brasileira de 1998/1999 e Argentina em 2001/2002 – e seus desdobramentos sobre os níveis de produção, emprego e distribuição da renda são uma clara ilustração deste processo.

À luz das referidas crises, foram desenvolvidos modelos interpretativos convencionais para ataques especulativos e crises cambiais que têm como argumentos básicos (i) a inconsistência entre políticas macroeconômicas domésticas – isto é, *trade-off* entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de política econômica de longo prazo –, (ii) a inconsistência dos fundamentos macroeconômicos das economias, tais como crônicos desequilíbrios fiscal e de balanço de pagamentos em transações correntes – e (iii) a importância e dimensão dos desequilíbrios financeiros dos países. Por sua vez, a interpretação heterodoxa para o processo de ataques especulativos e crises cambiais está relacionada ao conceito de fragilidade financeira externa, derivado da hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1982, 1986).

Na década de 1990, Argentina e Brasil implementaram programas de estabilização baseados em algum tipo de âncora cambial, na liberação das contas, comercial e de capitais trabalhistas. Em abril de 1991 a Argentina adotou o Plano de Conversibilidade, que buscava, através de um regime cambial no estilo *currency board*,<sup>1</sup> eliminar o processo hiperinflacionário crônico, ao passo que o Plano Real, implementado em julho de 1994 no Brasil, consubstanciou-se em uma política antiinflacionária, em que a taxa de câmbio foi utilizada para arrefecer e estabilizar a dinâmica inflacionária, e a política monetária foi operacionalizada de forma a equilibrar, via conta de capitais, o balanço de pagamentos.

A abertura comercial em ambas as economias ocorreu de maneira um pouco diferenciada: na Argentina, ela foi abrupta e pouco discriminada, enquanto que no Brasil, ela foi mais gradual.

O processo de privatizações, principalmente em sua primeira etapa, tanto na Argentina quanto no Brasil, tinha como finalidade o equilíbrio das contas públicas, o que permitiu, em parte, o saneamento

<sup>1</sup> O regime *currency board*, conselho de moeda, é uma entidade emissora de moeda doméstica, cujo valor é fixado em termos de uma moeda de conversibilidade internacional. A moeda do país é lastreada em ativos denominados em divisas – constituindo suas reservas internacionais – e seu valor é fixado por lei, o que torna a troca de moeda doméstica por reservas uma obrigação formalmente assumida pelo governo.

fiscal nesses países. Todavia, o referido processo não evitou a centralização do mercado de serviços públicos em ambos os países, embora tenha aumentado a produtividade de empresas anteriormente pertencentes ao Estado.

A reestruturação do sistema financeiro na Argentina e no Brasil, a partir da abertura da conta de capitais, e, por conseguinte, o ingresso de capitais especulativos trouxeram pelo menos dois resultados: por um lado, aumentou o segmento dolarizado do sistema financeiro argentino e, por outro, concentrou, tanto no Brasil quanto na Argentina, o setor bancário em instituições estrangeiras.<sup>2</sup>

Apesar de ambos os programas de estabilização terem logrado um relativo êxito no que diz respeito ao controle do processo inflacionário,<sup>3</sup> as economias argentina e brasileira tornaram-se vulneráveis e frágeis externamente e, em função das mudanças no contexto internacional, suscetíveis a ataques especulativos e crises cambiais.

A similaridade entre o Plano de Conversibilidade e o Plano Real e as suas conseqüências sobre a *performance* das economias argentina e brasileira permitem uma análise comparativa sobre os colapsos dos regimes cambiais e, por conseguinte, as crises cambiais no Brasil, em janeiro de 1999, e na Argentina, em dezembro de 2001.

Pois bem, o presente artigo busca, tendo como referência tanto os modelos convencionais quanto a análise pós-keynesiana sobre ataques especulativos e crises cambiais, evidenciar uma interpretação para as crises cambiais da Argentina e do Brasil, visando, com isso, estabelecer uma comparação entre ambas as economias.

Além desta seção introdutória, o artigo está estruturado em quatro outras seções. Inicialmente, é apresentada uma síntese dos principais modelos de crises cambiais encontrados na literatura econômica. Em seguida, são apresentadas, *en passant*, a concepção e as conseqüências dos programas de estabilização das economias argentina e brasileira implementados na década de 1990. A seção seguinte classifica e interpreta as crises cambiais que ocorreram nas supracitadas economias. Para tanto, são apresentados alguns indicadores macroeconômicos que corroboram para a análise explicativa das crises cambiais. Por fim, a seção conclusiva apresenta os principais resultados pertinentes à análise dos indicadores apresentados da seção anterior, possibilitando, assim, realizar uma análise comparativa entre as crises cambiais da Argentina e do Brasil.

<sup>2</sup> É importante ressaltar que, no Brasil, as maiores restrições ao fluxo de capitais de *portifolio* fizeram esses capitais migrarem, durante um certo tempo, para o mercado secundário de ações.

<sup>3</sup> Ao longo dos Plano de Conversibilidade e Plano Real as taxas médias de inflação na Argentina e no Brasil foram, respectivamente, 8,2% e 15,2% ao ano. Cálculos elaborados pelos autores a partir das Tabela 3 e Tabela 4, em anexo.

## 1 Uma revisão dos modelos de crises cambiais

A literatura econômica sobre crises cambiais e ataques especulativos está baseada em pelo menos quatro explicações: (i) inconsistência dos fundamentos macroeconômicos; (ii) existência de equilíbrios múltiplos; (iii) efeito contágio; e (iv) vulnerabilidade financeira e fragilidade externa. A teoria convencional de crises cambiais e ataques especulativos, de acordo com Krugman (1997), baseia-se em modelos denominados canônicos de crises cambiais de primeira geração, de segunda geração, e de terceira geração, e tem como referência as três primeiras explicações. A teoria pós-keynesiana, por sua vez, argumenta que as crises cambiais e os ataques especulativos resultam da volatilidade intrínseca dos mercados financeiro e cambial que, em um contexto de incerteza global, acirram a preferência pela liquidez dos agentes econômicos.

Nos modelos de primeira geração, ou modelos canônicos, desenvolvidos por Krugman (1979) e Flood e Garber (1984), os déficits fiscais crescentes, a política monetária expansionista, a redução gradual do estoque de reservas internacionais e a sobrevalorização da taxa de câmbio real são indicadores da insustentabilidade de um regime de taxa de câmbio fixa e de uma política macroeconômica expansionista.

Os referidos modelos explicam as crises cambiais para uma economia com perfeita mobilidade de capitais

como resultado de uma inconsistência entre políticas macroeconômicas domésticas – tipicamente a persistência de déficits orçamentários financiados por expansão monetária – e a tentativa de manter a taxa de câmbio fixa. Essa inconsistência pode ser temporariamente contornada se o Banco Central tiver um volume de reservas grande o suficiente, mas quando estas reservas se tornam inadequadas, os especuladores vão reagir com uma onda de vendas (KRUGMAN, 1997: 3).

Flood e Garber (1984), em particular, incluíram no modelo de primeira geração de crises cambiais a hipótese de uma emissão monetária constante, o que permitiu a identificação da probabilidade de ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos, ensejando, assim, estudos de caráter empírico, até então pouco desenvolvidos.

Extensões do modelo desses autores consideram que o efeito da contração das reservas internacionais sobre a oferta de moeda doméstica é esterilizado no momento de um ataque especulativo; dessa maneira, as taxas de juros domésticas se elevam e há uma apreciação da taxa de câmbio real antes do colapso da moeda, o que permite situações de equilíbrios múltiplos.

As principais críticas a esses modelos estão relacionadas ao papel passivo desempenhado pelo Banco Central, qual seja, não se utilizam outros instrumentos disponíveis a não ser a intervenção no mercado cambial para defender a taxa de câmbio, nem se utilizam outras formas de financiamento para o déficit do governo como, por exemplo, elevação da carga tributária e captação de empréstimos externos.

Os modelos de primeira geração configuram-se, portanto, na incompatibilidade dos fundamentos macroeconômicos, que são condição necessária e suficiente para a ocorrência de ataques especulativos e crises cambiais.

Nos modelos de segunda geração, desenvolvidos por Osbtfeld (1994), quaisquer variáveis que revelem o *trade-off* enfrentado pelo governo entre flexibilidade macroeconômica de curto prazo e credibilidade de política econômica de longo prazo podem ser indicadores de crise, tais como o agravamento do desemprego, a taxa de câmbio real sobrevalorizada e assim por diante.

A decisão das autoridades monetárias em desvalorizar a taxa de câmbio pode estar relacionada, por exemplo, ao aumento no desemprego devido à rigidez para baixo na taxa de salário nominal e, por outro lado, a defesa de um regime de câmbio fixo pode estar atrelada à possibilidade de facilitar o comércio internacional e os investimentos, além de controlar a dinâmica dos preços. Nesse sentido, o impasse enfrentado pelas autoridades monetárias passa a ser o seguinte: manter a taxa de câmbio fixa, o que pode significar uma inflação menor com desemprego maior, ou desvalorizar a taxa de câmbio, o que pode significar inflação maior e desemprego menor.

O comportamento discricionário das autoridades monetárias leva, então, a situações de equilíbrios múltiplos na economia. Os agentes econômicos supõem a existência de dois cenários (com ou sem a desvalorização cambial) e a escolha desse é realizada por *sunspots* – eventos circunstanciais que podem gerar a mudança do regime independente do fundamento – que acabam determinando o comportamento deles acerca das expectativas de desvalorização cambial. A mudança do regime cambial assumiria, assim, a forma de uma profecia auto-realizável (ALVES JR., FERRARI FILHO e DE PAULA, 2004).

Nesse sentido, se os agentes econômicos acreditam que a autoridade monetária não conseguirá defender o regime de câmbio, e isto pode ser muito dispendioso, na medida em que irá requerer taxas de juros nominais elevadas, terá início a crise cambial. Isto porque, a previsibilidade, por parte dos referidos agentes, do *trade-off* entre o custo de manter a paridade da moeda e o custo de abandoná-la fará com que os especuladores se antecipem à desvalorização cambial,

conduzindo a economia para um processo de desvalorização da taxa de câmbio antes que os fundamentos se manifestem para fazê-la necessária. Portanto, a crise cambial resulta de um conflito entre objetivos domésticos e a manutenção de uma taxa de câmbio fixa (ou semifixa), que pode tornar inevitável um eventual colapso da moeda.

Krugman (1996) defende que a lógica das crises não é completamente distinta entre os modelos de primeira e segunda geração. A principal diferença refere-se à sustentabilidade de longo prazo dos fundamentos: no primeiro modelo, os fundamentos macroeconômicos encontram-se em contínua deterioração, enquanto que nos modelos de segunda geração há a possibilidade de os fundamentos nunca colapsarem, o que torna o momento do ataque especulativo imprevisível.

As principais contribuições de modelos de terceira geração sobre ataques especulativos e crises cambiais concentram-se nos trabalhos de Calvo e Mendonza (1996) e Krugman (1998).

Os referidos modelos enfatizam a complementaridade entre as crises cambiais e as crises financeiras, e seguem a seguinte lógica: a expansão dos fluxos de capitais estrangeiros aumenta a liquidez dos bancos privados e amplia a capacidade de seus empréstimos. Como resultado, as atividades do sistema bancário tornam-se mais arriscadas e frágeis, principalmente se suas posições são de passivos em moedas estrangeiras. Nesse sentido, quaisquer antecipações de desvalorizações cambiais por parte dos agentes econômicos levam à substituição da moeda doméstica pela moeda estrangeira. Dessa maneira, os bancos, ao recorrerem ao Banco Central para honrar seus compromissos, provocam o aumento da base monetária, e a economia perde reservas internacionais. De acordo com Calvo e Mendonza (1996), a crise cambial torna-se uma crise de desequilíbrio de estoque, ou seja, um nível muito elevado de ativos líquidos em relação ao estoque de reservas.

Para Krugman (1998), a origem da crise externa está associada à fragilidade dos bancos e instituições financeiras, em um contexto de desregulamentação do sistema financeiro, e à existência de garantias implícitas para os empréstimos que os bancos concedem ao setor privado. A sustentação dessas instituições pelas autoridades monetárias explica o fato de os bancos realizarem maus empréstimos.

Reproduzindo o ponto de vista de Krugman, a desregulamentação financeira leva a ciclos de expansão. Os banqueiros são especuladores que ganham com *portifolios* arriscados, e têm seu comportamento arriscado explicado pelo *moral hazard*, dado que as autoridades monetárias garantem os depósitos. Este é o mesmo mecanismo proposto por Calvo e Mendoza (1996). A principal diferença entre a abordagem desses autores é que, para Krugman, a ênfase do modelo está nos ciclos

de investimento. Andrade e Silva (1999) ressaltam a importância de mencionar que a taxa de retorno considerada pelos intermediários financeiros – a taxa de retorno *pangloss*, de acordo com Krugman (1998) – é mais elevada do que a taxa de retorno esperada. A explicação vem do fato de que os resultados que importam para os investidores são os que se encontram acima da taxa de retorno mínima, visto que eles percebem a garantia dada pelo governo.

Os modelos de contágio, por sua vez, podem ser definidos como uma situação particular dos modelos de terceira geração, em que o conhecimento da ocorrência de uma crise é transmitido internacionalmente e excede a magnitude esperada *ex ante* dos agentes econômicos.

Dentre as causas potenciais de contágio, destacam-se: (i) alterações de políticas macroeconômicas em economias centrais (tais como aumento da taxa de juros e do déficit público) que afetem simultaneamente muitas economias em desenvolvimento; (ii) perda de competitividade de um país perante parceiros comerciais ou concorrentes em terceiros mercados; (iii) falta de incentivos para obter informações específicas de cada país, considerando vários países aparentemente em circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial; (iv) perda de credibilidade dos investidores internacionais na convicção do governo de um país em manter a paridade cambial quando outro país em circunstância semelhante optou pela desvalorização; e (v) realocação de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital.

A análise pós-keynesiana sobre ataque especulativo e crise cambial tem como referência o conceito de fragilidade financeira, desenvolvido por Minsky, que consiste em uma medida da (in)capacidade de uma economia absorver choques exógenos que afetem suas condições de financiamento sem, contudo, desestabilizar o fluxo de pagamentos entre os agentes econômicos. Partindo de uma classificação própria, Minsky define as estruturas financeiras, relação entre os fluxos de lucro previstos por uma unidade econômica e seus compromissos financeiros, como sendo *hedge*, especulativas e *Ponzi*.<sup>4</sup>

Considerando a idéia acima, em uma economia aberta, ataque especulativo e crise cambial estão relacionados ao conceito de fragilidade financeira externa, ou seja, a capacidade de refinanciamento que

<sup>4</sup> Segundo Minsky (1982, 1986), estruturas de financiamento *hedge* são aquelas em que os lucros ultrapassam as despesas com juros e amortizações, ao passo que estruturas de financiamento especulativas e *Ponzi* são aquelas em que os lucros não cobrem as obrigações financeiras. Na situação especulativa, é necessário o refinanciamento da dívida. Por sua vez, em um contexto de estrutura de financiamento *Ponzi* novos empréstimos são necessários para cumprir com as obrigações financeiras.

um determinado país possui para preservar a estabilidade da taxa de câmbio e de seu balanço de pagamentos.<sup>5</sup>

Assim, em um contexto em que os arranjos institucionais da “era globalizada” não previnem as economias da ocorrência de ataques especulativos, visto que, desde o fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods inexistiu um *international market maker* que estabeleça regras para controlar as ações especuladoras dos agentes econômicos, as crises cambiais passam a ser recorrentes.

## 2 Breves considerações sobre os programas de estabilização econômica argentino e brasileiro

### 2.1 O Plano de Conversibilidade

Como se sabe, o cenário macroeconômico argentino da década de 1980 caracterizou-se por uma forte instabilidade econômica: natureza hiper-inflacionária, déficits públicos estruturais e estagnação do nível de produto.

Após algumas tentativas mal-sucedidas de estabilizar a economia argentina nos anos 1980, em abril de 1991, a Argentina implementou um programa de estabilização econômica denominado Plano de Conversibilidade, que consistiu na introdução de um regime de câmbio à *la currency board*, cuja essência foi a ancoragem do peso ao dólar. Concomitantemente, objetivando o ajuste fiscal e a modernização da infra-estrutura da economia argentina, o Plano foi centrado em um processo de privatizações e em um programa de reformas estruturais.

De acordo com o estabelecido na Lei de Conversibilidade, a moeda argentina, até então austral, foi totalmente convertida em dólares norte-americanos a uma taxa fixa de 10.000 austrais por dólar. Reformulada para peso argentino, a moeda substituiu cada 10.000 austrais e foi convenientemente trocada a uma taxa de câmbio fixa de exatamente um peso por um dólar. A Lei de Conversibilidade exigiu, também, que a base monetária fosse inteiramente lastreada pelas reservas cambiais, ouro e moeda de liquidez internacional, reduzindo, assim, a capacidade do Banco Central da Argentina de financiar os déficits do governo por meio de emissão contínua de moeda.

De Paula e Alves Jr. (2004) desenvolvem, com base em informações de balanço de pagamentos, um índice de fragilidade financeira externa de maneira a verificar se um determinado país recorre (ou não) ao mercado internacional de capitais para renegociar suas posições financeiras vincendas. Cabe ressaltar que as obrigações externas de um país estão associadas aos seus gastos com importações e serviços mais amortizações de empréstimos, ao passo que as receitas externas relacionam-se aos estoques de capitais de curto prazo, essencialmente de *portifolio*, empréstimos e financiamentos e investimentos diretos.

Os resultados alcançados pelo novo regime cambial e monetário argentino podem ser divididos em dois períodos: no período 1991-1998, a economia argentina cresceu de forma sustentável – a taxa acumulada de crescimento do PIB foi de 56,1% –, os níveis de inflação foram substancialmente reduzidos – a inflação acumulada foi da ordem de 148,0% – e a Argentina foi considerada uma das mais bem-sucedidas economias emergentes; entre 1999-2001, a economia passou por um prolongado processo recessivo que – acompanhado de recorrentes ataques especulativos ao peso que, acabaram ocasionando reversões do ingresso de capitais e crises de balanço de pagamentos – resultou no colapso do Plano de Conversibilidade em dezembro de 2001. No referido período, o PIB sofreu uma redução acumulada de 8,8%.

Fanelli (2004: 604) aponta três fatores determinantes para o colapso do Plano de Conversibilidade argentino: o primeiro deles dizia respeito à seqüência de choques, a partir de 1998, que acabaram abalando a competitividade e a posição financeira da economia argentina. Dentre esses, se destacaram a queda dos preços das principais *commodities* exportadas pela Argentina, a contração da liquidez internacional, a valorização do dólar e a desvalorização do real em janeiro de 1999. O segundo fator estava relacionado ao fato de que os mecanismos disponíveis de natureza fiscal, monetária e financeira eram limitados para enfrentar problemas cíclicos advindos dos referidos choques. Por fim, diante de uma expectativa de desvalorização cambial, as relações contratuais, principalmente privadas, expressas em dólar, colocavam em risco a vulnerabilidade das empresas e do sistema financeiro.

## 2.2 O Plano Real

Semelhantemente à economia argentina, a economia brasileira, durante a década de 1980 e no início dos anos 1990, caracterizou-se por um processo de estagflação.

Após inúmeras tentativas de estabilização econômica,<sup>6</sup> visando reverter o referido processo, em julho de 1994, o Plano Real foi implementado. O Plano consistiu de uma rigidez relativa da taxa de câmbio, objetivando, com isso, assegurar a estabilização monetária, e de um aperto de liquidez, cuja finalidade era o equilíbrio das contas externas a partir do ingresso de capitais. Posteriormente, em maio de 1995 o País adotaria um regime cambial à *la crawling-peg*, que perdurou até a crise cambial de 1998-1999, sendo abandonado com a desvalorização do real em janeiro de 1999.

<sup>6</sup> Plano Cruzado, em 1986, Plano Bresser, em 1987, Plano Verão, em 1989, e Plano Collor, em 1990, foram algumas das tentativas de estabilização econômica implementadas nas décadas de 1980 e 1990.

O programa de estabilização foi concebido sob três etapas, conforme Bacha (1995): na primeira etapa estabeleceu-se um ajuste fiscal de curto prazo para equilibrar o orçamento do governo, a segunda baseou-se no ajustamento dos preços relativos, com a introdução de uma unidade de conta estável na economia, e a terceira etapa constituiu-se na reforma monetária – a introdução do real como moeda de curso legal – a uma taxa de paridade semifixa com o dólar.

Conforme sugerem Ferrari Filho e Sobreira (2004), o Plano Real conseguiu debelar o processo inflacionário persistente da economia brasileira, porém a “armadilha do câmbio”<sup>7</sup> gerou sérias restrições macroeconômicas, quais sejam, elevada fragilidade externa e desequilíbrio da dívida pública. O comportamento da taxa de inflação durante o Plano Real refletiu os resultados do programa de estabilização: no período imediatamente anterior à reforma monetária, a inflação acumulada entre janeiro e junho foi da ordem de 736,2%, ao passo que, nos seis meses subseqüentes, a taxa de inflação foi de 38,1%, e no período julho de 1994 a dezembro de 1998 a inflação acumulada foi 89,4%. A fragilidade externa e o desequilíbrio fiscal evidenciam-se, respectivamente, pela deterioração do saldo comercial (um déficit acumulado de US\$ 18,5 bilhões entre julho de 1994 e dezembro de 1998) e pelo crescimento da relação dívida pública/PIB (entre julho de 1994 e dezembro de 1998, a referida razão elevou-se de 28,5% para 42,4%).

Diante de um contexto em que a economia brasileira passou a ser cada vez mais dependente de recursos externos para cobrir seus desequilíbrios de balanço de pagamentos, as sucessivas crises cambiais mexicana, do leste asiático e, principalmente, da Rússia acabaram contribuindo significativamente para exacerbar a fragilidade financeira externa do País, o que resultou, não somente na perda de confiança dos agentes econômicos na capacidade das autoridades monetárias de manter a política prevalecente, mas, também, na crise cambial de 1998-1999 e, por conseguinte, na ruptura dos alicerces do Plano Real. Nas palavras de Ferrari-Filho e De Paula (2003: 79):

The Brazilain currency crisis [1998-1999] was thus directly associated with the dissolution of the context of normality that had prevailed since

<sup>7</sup> Por “armadilha do câmbio”, segundo Ferrari Filho e Sobreira (2004: 20), compreende-se uma situação na qual a sobrevalorização da taxa de câmbio entre julho de 1994 e dezembro de 1998, aliada à abertura comercial no início dos anos 1990, resultou em recorrentes e crescentes desequilíbrios do saldo das transações correntes. Estes, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capitais internacionais, predominantemente voláteis, atraídos pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento da dívida pública, pressionando, assim, o desequilíbrio do setor público.

the beginning of the Real Plan, and with agents' deteriorating expectations in relation to this context [fragilidade externa], as a result of a loss of confidence in the Government's ability to maintain this regime [rigidez relativa da taxa de câmbio] and in the sustainability of the balance of payments.

### 3 Uma interpretação das crises cambiais argentina e brasileira

As crises cambiais verificadas em 1999, no Brasil, e no final de 2001 e início de 2002, na Argentina, fazem parte de um contexto internacional, em toda a década de 1990, marcado pela ocorrência de crises financeiras e cambiais em países emergentes. As crises do México, entre 1994 e 1995, Ásia Oriental, entre 1997 e 1998, e Rússia, em 1998, são alguns exemplos. Gómez *apud* Palma (2004: 2) refere-se a tais acontecimentos da seguinte maneira: "todas essas crises vieram precedidas por um aumento considerável de entradas de capitais em um contexto de regime de câmbio semifixo (México, Ásia Oriental, Brasil), ou totalmente fixo (Argentina)".

Estas entradas de capitais podem ocorrer por dois meios de transmissão: através da balança de transações correntes ou através do movimento de capitais. Como se sabe, a entrada de capitais pela primeira via propicia uma apreciação da moeda doméstica em termos reais, uma redução da competitividade e a reversão do saldo comercial, o que acaba provocando déficits em conta corrente do balanço de pagamentos. Por meio do movimento de capitais, a entrada de fundos, em grande maioria voláteis, por sua vez, fomenta (i) um *boom* de crédito bancário destinado a atividades que aumentam o risco creditício (por serem pouco rentáveis ou muito rentáveis, mas arriscados), cambial (ausência de reservas antes de uma eventual desvalorização) e de liquidez (por se tratarem de aplicações de longo prazo), (ii) um incremento na dívida externa, especialmente no curto prazo, e (iii) uma maior vulnerabilidade devido à fuga de capitais.

As interpretações das crises financeiras e cambiais, portanto, combinam a deterioração dos fundamentos econômicos com o comportamento especulativo, que tendem a provocar perturbações nos mercados financeiros internacionais. Assim sendo, as crises financeiras e cambiais nas economias emergentes podem ser entendidas como crises de liberalização em um contexto de vigente globalização financeira.

Especificamente para a crise Argentina, as interpretações amplamente abordadas na literatura econômica são três. A primeira razão

para a crise está na incompatibilidade entre o regime de câmbio e as políticas fiscais equivocadas. A segunda abordagem baseia-se na contenção repentina dos mercados internacionais de capital motivada pela crise russa de 1998, ao passo que uma terceira explicação condiciona a causa da crise ao caráter inapropriado do tipo de regime de câmbio argentino, o *currency board*.

Com relação ao Brasil, os ataques especulativos e as fugas de capital fazem das interpretações uma combinação de crise através de contágio, notadamente originada nos efeitos da crise asiática e russa, juntamente com atividades especulativas deflagradas por operadores de mercado que vislumbraram os desequilíbrios macroeconômicos da economia brasileira. Tais constatações a respeito da crise brasileira são encontradas em De Paula e Alves Jr. (2004: 594):

o efeito contágio foi evidenciado pela queda do preço dos títulos emitidos pelo Brasil e negociados nos mercados financeiros internacionais, bem como pelas perdas sofridas por operadores globais em aplicações nos mercados acionários da Ásia e da Rússia. Os dois fatos levaram investidores do mercado brasileiro a venderem suas posições em reais a fim de cobrar suas perdas em outros mercados.

Diante dessas considerações, bem como ciente de que há uma similaridade dos processos de estabilização e reformas implementadas na Argentina e no Brasil – planos de estabilização centrados em um regime de ancoragem cambial, abertura comercial, reestruturação do sistema financeiro e amplo processo de reformas patrimoniais –, quais modelos e/ou análises teóricas explicam as crises cambiais manifestadas nas economias brasileira e argentina em 1998-1999 e 2001-2002, respectivamente?

A resposta à referida pergunta passa pela interpretação e análise da *performance* dos principais indicadores macroeconômicos que, conforme a literatura econômica, possibilitam ilações sobre a ocorrência (ou não) de ataques especulativos e crises cambiais em países emergentes. Nesse sentido, a observação e a análise dos indicadores macroeconômicos são realizadas no período que compreende o ano de implementação de cada plano de estabilização – 1991 para a economia Argentina e 1994 para a economia brasileira – e o ano de crise cambial e, por conseguinte, colapso do regime cambial – para a economia argentina a análise se estende até 2001 e para a economia brasileira a última observação é 1998.

Os critérios de avaliação para o entendimento das crises cambiais na Argentina e no Brasil são estabelecidos conforme as variáveis e os indicadores mostrados na Tabela 1:

Tabela 1. Variáveis e Indicadores selecionados para interpretação de crises cambiais

<b>Principais Variáveis e Indicadores para Crises Cambiais de Primeira Geração</b>	<b>Principais Variáveis e Indicadores para Crises Cambiais de Segunda Geração</b>
Dívida Pública/PIB Reservas Internacionais Balança Comercial Transações Correntes/PIB	Dívida Pública/PIB Reservas Internacionais Taxa de Crescimento do PIB Taxa de Inflação Taxa Real de Câmbio
<b>Principais Variáveis e Indicadores para Crises Cambiais de Terceira Geração</b>	<b>Principais Variáveis e Indicadores para Crises Cambiais de Fragilidade Financeira Externa</b>
Dívida Pública/PIB Reservas Internacionais	Exportações/Pagamento da Dívida Externa Exportações/Dívida Externa Reservas Internacionais/Dívida Externa Investimento Direto Externo

Fonte: Elaboração própria.

As variáveis e os indicadores acima selecionadas compreendem indicadores que buscam expressar a *performance* macroeconômica das economias argentina e brasileira no período previamente estabelecido. Para efeito de análise, elas são apresentadas sob duas óticas, quais sejam: variações percentuais, acumulada e média.

### 3.1 Análise das variáveis e dos indicadores macroeconômicos

As análises que seguem têm como referência os indicadores macroeconômicos observados nas Tabela 4 e Tabela 5, em anexo.

O comportamento da dívida pública em relação ao PIB para a economia argentina foi de relativo crescimento durante toda a década de 1990. Em média, esse indicador aumentou 3,2% ao ano durante todo o período. Entre 1991 e 2001, a referida relação elevou-se de 45,8% para 64,7%.

Para o Brasil, a relação dívida pública/PIB apresentou uma trajetória ascendente durante os anos de 1994 a 1998. Tendo como referência o início do Plano Real, essa relação elevou-se 48,8%. No início do Plano, a referida razão era 28,5%, ao passo que em dezembro de 1998 ela atingiu 42,4%.

O indicador reservas internacionais na Argentina aumentou 134,5% entre 1991 e 2001. Todavia, esse crescimento ocorreu predominantemente no período de pré-estagnação econômica e de crise cambial, atingindo um montante de cerca de US\$ 26,3 bilhões em 1999. Após o ano de 1999, as reservas internacionais reduziram-se substancialmente, sendo que, em 2001, ano da crise cambial argentina, as reservas sofreram uma redução de 42,1%, atingindo um montante de US\$ 14,5 bilhões.

Em relação à *performance* das reservas internacionais no Brasil, percebe-se que elas aumentaram 40,0% entre 1994 e 1998. Porém, a partir de 1997, a perda acumulada do nível de reservas da economia brasileira foi da ordem de 26,5%. Durante as crises do leste asiático e russa, as reservas internacionais brasileiras se esvaíram a taxas médias de 14,2% ao ano.

O saldo da balança comercial argentina apresentou um crescimento de aproximadamente 70,0%, entre 1991 e 2001, ano do colapso do regime de *currency board*. Apesar desse crescimento, o resultado acumulado da balança comercial, ao longo do referido período, foi de US\$ 4,7 bilhões, representando um superávit médio anual tão somente de US\$ 0,43 bilhão.

No que diz respeito ao saldo comercial brasileiro, durante o Plano Real houve uma redução substancial entre 1994 e 1998: em 1994, a balança comercial foi superavitária em US\$ 10,4 bilhões, ao passo que em 1998 o saldo comercial apresentou um déficit de US\$ 6,6 bilhões. Ao longo do referido período, o déficit comercial acumulado foi US\$ 18,5 bilhões.

O indicador transações correntes/PIB para a economia argentina elevou-se consideravelmente durante a vigência do Plano de Conversibilidade, correspondendo a uma taxa de crescimento de 431,2%.

Para a economia brasileira, a relação transações correntes/PIB, em média, no período do Plano Real, foi de - 2,9%. No início do Plano, essa relação era de - 1,0%, enquanto em 1998 a razão transações correntes/PIB chegou a - 4,3%.

O PIB argentino, ao longo da década de 1990, apresentou uma taxa média de crescimento de 4,5% ao ano, sendo que a dinâmica desse crescimento ocorreu, principalmente, nos primeiros anos do Plano de Conversibilidade. A partir de 1999, todavia, o PIB argentino passou a apresentar uma trajetória recessiva: entre 1999 e 2001, houve uma queda acumulada de 8,8%. A taxa de crescimento acumulado do PIB argentino em todo o período do Plano de Conversibilidade foi de 43,0%, o que significa um crescimento médio anual de 3,3%.

O PIB brasileiro, nos dois primeiros anos do Plano Real, cresceu, em média, 5,0% ao ano. Por sua vez, entre 1994 e 1998, o PIB apresentou uma taxa de variação média de 3,2% ao ano.

No que diz respeito ao índice geral de preços, a inflação na Argentina, durante o período de vigência do Plano de Conversibilidade, acumulou uma elevação de 137,5%, apresentando uma taxa média de crescimento anual da ordem de 8,2%.

Quanto ao Brasil, o comportamento da taxa de inflação reduziu-se substancialmente a partir de 1994, o que já era esperado. Considerando o período julho de 1994 a dezembro de 1998, o nível geral de preços da economia brasileira elevou-se, em média, 1,2% ao mês, muito abaixo, portanto, da média mensal anterior ao Plano Real, que era da ordem de 39,5%.

A evolução da taxa real de câmbio da economia argentina sofreu uma ligeira desvalorização entre 1991 e 1998, da ordem 4,8%, e manteve-se relativamente estável entre 1999 e 2001.

Em relação à economia brasileira, a taxa nominal de câmbio desvalorizou-se 21,0% entre julho de 1994 e dezembro de 1998.

A razão exportações/pagamento da dívida externa (juros e amortizações) cresceu 137,5% na Argentina entre 1991 e 1998. Por sua vez, a relação exportações/pagamento da dívida externa foi, em média, 0,19.

Para a economia brasileira, o indicador exportações/pagamento da dívida externa elevou-se, em média, 6,6% ao ano entre 1994 e 1998, representando um índice de 1,32 para o referido período. Com relação à *performance* das exportações/dívida externa, houve uma redução de 5,5% ao ano entre 1994 e 1998: em 1994, a referida razão era 0,29, ao passo que em 1998 a relação exportações/dívida externa foi 0,20.

A relação reservas/dívida externa cresceu 16,6% ao ano na Argentina, entre os anos de 1991 e 1998, se mas reduziu 13,1% ao ano no período 1999-2001. A razão reservas/dívida externa, em média, foi de 0,15 durante o Plano Conversibilidade.

No Brasil, a razão reservas/dívida externa reduziu-se, em média, 3,0% ao ano entre 1994 e 1998. O comportamento crítico desse indicador ocorre a partir de 1997, quando as reservas internacionais reduziram-se 15,1% e a dívida externa aumentou consideravelmente – 24,5% – entre 1997 e 1998.

O comportamento do investimento externo direto para a economia argentina aumentou, em média, 27,8% ao ano, entre o início do Plano de Conversibilidade e o momento da crise da economia brasileira em 1999. Após a crise cambial do Brasil, o referido indicador reverteu sua trajetória e reduziu-se de US\$22,3 bilhões ao ano, em 1999, para US\$2,0 bilhões em 2001.

A economia brasileira, durante o período que compreende o início do Plano Real e a sua crise cambial em 1999, apresentou uma taxa média de crescimento dos investimentos externos diretos de 70,3% ao ano. É importante ressaltar que os investimentos externos diretos aumentaram significativamente nos anos 1996, 1997 e 1998, devido, principalmente, ao processo de privatizações.

A Tabela 2 e a Tabela 3, abaixo, mostram os desempenhos das variáveis e dos indicadores acima analisados.

Tabela 2. Resultados das Variáveis dos Indicadores Seleccionados para a Argentina

<b>Variáveis e Indicadores Macroeconômicos</b>	<b>Taxa Média Anual, (%)</b>		
	<b>1991-1998</b>	<b>1999-2001</b>	<b>1991-2001</b>
Dívida Pública/PIB	-1,7	15,2	3,2
Reservas Internacionais	18,9	-13,1	8,0
Transações Correntes/PIB	-3,0	-3,1	-3,1
Taxa de Crescimento do PIB	5,7	-2,9	3,3
Taxa de Inflação	12,0	-1,4	8,2
Taxa de Câmbio	0,6	0,0	0,4
X/Pagamento da Dívida Externa	11,4	0,4	7,6
X/Dívida Externa	-0,6	5,8	-0,5
Reservas Internacionais/ Dívida Externa	7,6	-13,1	0,0
Investimento Externo Direto	9,3	-24,2	-1,5

Fonte: Elaboração própria

Tabela 3. Resultados das Variáveis e dos Indicadores Seleccionados para o Brasil

<b>Variáveis e Indicadores Macroeconômicos</b>	<b>Taxa Média Anual, (%)</b>
	<b>1994-1998</b>
Dívida Pública/PIB	8,2
Reservas Internacionais	6,9
Transações Correntes/PIB	-2,9
Taxa de Crescimento do PIB	3,2
Taxa de Inflação	13,6
Taxa de Câmbio	3,9
X/Pagamento da Dívida Externa	6,6
X/Dívida Externa	-5,5
Reservas Internacionais/ Dívida Externa	-2,8
Investimento Externo Direto	70,3

Fonte: Elaboração própria.

As análises acima mostram que, tendo como referência os indicadores da economia argentina entre 1991 e 2001, a crise cambial é passível de interpretação a partir dos modelos de *primeira geração* e da hipótese de *fragilidade financeira externa*, visto que há uma maior identificação das variáveis observadas com as referidas interpretações teóricas de crises cambiais. Concomitantemente, o efeito de contágio parece corroborar para o colapso do regime cambial argentino em 2001, isto é, o fim da conversibilidade do peso ao dólar foi uma decorrência da extensão da crise cambial brasileira em 1999. Essa ilação decorre do fato de que, conforme mostra a Tabela 2, os indicadores argentinos se deterioraram significativamente no período 1999-2001.

No que diz respeito ao comportamento das variáveis selecionadas para a economia brasileira no período 1994-1998, pode-se observar que a crise cambial apresenta características muito próximas àquelas identificadas com modelos de *primeira* e *segunda gerações*.

## 4 Conclusões

Desde os anos 1980, a combinação (i) ausência de regras monetárias e cambiais estabilizantes, (ii) limitação da ação de políticas macroeconômicas por parte dos Estados Nacionais e (iii) internacionalização do sistema financeiro tem sido responsável, conforme a teoria pós-keynesiana, tem sido, conforme a teoria pós-keynesiana, uma das responsáveis pelos recorrentes ataques especulativos às moedas nacionais, pelas crises financeiras e, principalmente, cambiais às economias emergentes e pelas flutuações cíclicas de demanda efetiva da economia mundial. Em relação às crises financeiras e cambiais, é importante ressaltar que elas revelam-se cada vez mais sistêmicas, uma vez que as instituições internacionais remanescentes do que restou do sistema monetário internacional de Bretton Woods, dentre as quais o Fundo Monetário Internacional, não têm mostrado capacidade de monitorá-las e solucioná-las.

O artigo mostrou que os programas de estabilização econômica implementados nas economias argentina e brasileira na década de 1990 – conforme visto, o Plano de Conversibilidade e o Plano Real foram alicerçados em regimes cambiais relativamente rígidos, em reformas monetárias e em processos de abertura comercial e de reestruturação financeira – lograram êxito no que diz respeito ao controle do processo inflacionário em ambas as economias, porém agravaram a fragilidade financeira externa da Argentina e do Brasil, principalmente em contextos de choques de liquidez internacional. Os

resultados do agravamento da fragilidade financeira externa dos referidos países foram as crises cambiais e o colapso dos regimes cambiais argentino e brasileiro em 2001 e 1999, respectivamente.

Nesse sentido, partindo-se da literatura econômica, convencional e heterodoxa, sobre ataques especulativos e crises cambiais e da análise de alguns indicadores macroeconômicos selecionados, chegou-se à conclusão que as crises cambiais argentina e brasileira podem ser explicadas pelo modelo de primeira geração e pela hipótese de fragilidade financeira externa, e pelos modelos de primeira e segunda gerações, respectivamente. O colapso do Plano de Convertibilidade na Argentina pode ser, também, identificado com as teorias de contágio.

Uma consideração geral é a de que, pelo fato das economias argentina e brasileira serem economias emergentes e vulneráveis às transformações de âmbito internacional, propícias, portanto, a sofrerem ataques especulativos e crises cambiais, os colapsos dos planos de estabilização argentino e brasileiro estão, de certa forma, relacionados, principalmente porque as ambas economias passaram por processos de estabilização e reformas estruturais macroeconômicas de caráter liberal.

## Referências

ALVES, JR., A.; FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. In: Ferrari Filho, F. & De Paula, L.F. (orgs). *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, pp.369-401, 2004.

ANDRADE, J. P.; SILVA, M. L. F. Divergências e convergências sobre crises cambiais. In: Lima, G.T.; Sicsú, J.; De Paula (orgs). *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro, Campos, pp.306-327, 1999

BACHA, E. L. Plano Real: uma avaliação preliminar. *Revista do BNDES*, 2(3):3-26, 1995.

BANCO CENTRAL DA REPÚBLICA ARGENTINA. Disponível em <www.bcra.gov.ar>. Acessado em 30 de junho de 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Acessado em 30 de junho de 2005.

BNDES. Disponível em <www.bndes.gov.br>. Acessado em 30 de junho de 2005.

CALVO, G.; MENDONZA, E. Mexico's balance of payments crisis: a chronicle of a death foretold. *Journal of international Economics*, 41: 235-264, December, 1996.

CEPAL. Disponível em <www.cepal.org>. Acessado em 30 de junho de 2005.

DE PAULA, L. F.; ALVES JR, A. Vulnerabilidade externa e ataques especulativos: a experiência brasileira recente. In: Ferrari Filho, F.& De Paula, L.F. (orgs). *Globalização financeira. Ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, pp.565-601, 2004.

- FANELLI, J.M. Crescimento, instabilidade e crise da conversibilidade na Argentina. In: Ferrari Filho, F.; De Paula, L.F. (orgs). *Globalização financeira. Ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis, Vozes, pp.602-646, 2004.
- FERRARI FILHO, F.; DE PAULA, L.F. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, LXII(244): 57-92, abril-junio, 2003.
- FERRARI FILHO, F.; SOBREIRA, R. Regime cambial para países emergentes: uma proposição para a economia brasileira. *Ensaios FEE*, 25(1): 5-30, 2004.
- FLOOD, R. P.; GARBER, P. Collapsing exchanges rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, 17: 1-13, 1984.
- GÓMEZ, P. B. Las crisis financieras en Asia y en Argentina: un análisis comparado. *ICE/ Universidad Complutense de Madrid*, n.816, apud PALMA, G. *The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls*. CEPA Working Papers/New School for Social Research, série III, n. 18, New York, 2004.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. Disponível em <www.imf.org>. Acessado em 30 de junho de 2005.
- IPEADATA. Disponível em <www.ipeadata.gov.br>. Acessado em 30 de junho de 2005.
- KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. *Money, Credit and Banking*, 11(3): 311-324, 1979.
- KRUGMAN, P. Are currency crises self-fulfilling? *NBER Annual Macroeconomic Conference*, 1996.
- KRUGMAN, P. *Currency Crisis*. Mimeo, 1997.
- KRUGMAN, P. O que aconteceu à Ásia? *Política Externa*, 6(4): 89-119, 1998.
- MERCOSUL. Disponível em <www.mercosul.gov.br>. Acessado em 30 de junho de 2005.
- MINSKY, H. *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York, M.E.Sharpe, 1982.
- MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.
- OBSTFELD, M. The logical currency crises. *NBER Working Paper/National Bureau Economic Research*, 4640, 1994.

Tabela 4. Variáveis e Indicadores Macroeconômicos da Argentina. 1991-2001

Anos	Dívida Pública/PIB (%)	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	Balança Comercial (US\$ bilhões)	Transações Correntes/PIB	Taxa de Inflação (%)	PIB (%)	Anos	Taxa de Câmbio	Exportações/ Amortizações	Exportações/ Dívida Externa	Reservas/ Dívida Externa	Investimento Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)
1991	45,8	6,2	4,4	(0,3)	84,0	10,6	1991	0,9536	0,08	0,20	0,10	2,4
1992	37,2	7,5	(1,4)	(2,4)	17,6	9,6	1992	0,9906	0,08	0,20	0,12	3,2
1993	34,6	11,4	(2,4)	(3,4)	7,4	5,7	1993	0,9989	0,18	0,18	0,16	2,1
1994	34,7	15,5	(4,1)	(4,3)	3,9	5,8	1994	0,9991	0,19	0,19	0,18	2,6
1995	37,9	11,4	2,4	(1,9)	1,6	(2,8)	1995	0,9998	0,22	0,21	0,12	4,1
1996	40,8	19,7	1,8	(2,4)	0,1	5,5	1996	0,9997	0,22	0,22	0,18	5,3
1997	39,4	22,4	(2,1)	(4,2)	0,3	8,1	1997	0,9995	0,21	0,21	0,18	5,5
1998	39,0	24,9	(3,1)	(4,8)	0,7	3,9	1998	0,9995	0,19	0,19	0,18	5,0
1999	42,3	26,3	(0,8)	(4,3)	(1,8)	(3,4)	1999	0,9995	0,16	0,16	0,18	22,3
2000	47,2	25,1	2,6	(3,3)	(0,9)	(0,8)	2000	0,9995	0,18	0,18	0,17	9,5
2001	64,7	14,6	7,5	(1,7)	(1,6)	(4,4)	2001	0,9995	0,18	0,19	0,10	2,0

Fonte: Banco Central Argentino, Mercosul, IMF e Cepal.

Tabela 5. Variáveis e Indicadores Macroeconômicos do Brasil, 1994 - 1998

Anos	Dívida Pública/PIB (%)	Reservas Internacionais (US\$ bilhões)	Balança Comercial (US\$ bilhões)	Transações Correntes/ PIB (%)	Taxa de Inflação (%)	PIB (%)	Anos	Taxa de Câmbio	Exportações/ Amortizações	Exportações/ Dívida Externa	Reservas/ Dívida Externa	Investimento Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)
1994	28,5	31,4	10,4	(1,0)	1093,9	5,8	1994	0,85	0,75	0,29	0,20	2,0
1995	31,6	51,5	(3,4)	(2,6)	14,8	4,2	1995	0,97	2,11	0,28	0,31	3,5
1996	33,3	59,7	(5,6)	(3,0)	9,3	2,7	1996	1,04	1,49	0,26	0,32	11,7
1997	34,5	51,7	(6,8)	(3,8)	7,5	3,3	1997	1,12	1,23	0,26	0,25	18,6
1998	42,4	43,9	(6,6)	(4,3)	1,7	0,1	1998	1,21	1,03	0,20	0,17	29,2

Fonte: Banco Central do Brasil, Mercosul, IMF, IPEADATA e Cepal.