

O ciclo econômico da América Latina dos últimos 12 anos em uma perspectiva de restrição externa

Bruno Galvão dos Santos*

Resumo

Este artigo visa explicar o ciclo econômico na América Latina nos últimos 12 anos por meio do entendimento do *superboom* dos países subdesenvolvidos. Na primeira década dos anos 2000, houve a maior redução da diferença de renda *per capita* entre países pobres e ricos. O principal fator responsável foi o fato de que, em razão de algumas características específicas do período, o ajuste na conta-corrente, após as crises cambiais do fim da década de 1990 e do início dos anos 2000, foi especialmente grande, generalizado e prolongado. Há duas diferenças principais entre o ciclo econômico do conjunto dos países subdesenvolvidos e da América Latina nesse período: (i) em parte significativa da região (América Central e México), a expansão da renda *per capita* foi próxima da dos países desenvolvidos e não se registrou superávit em conta-corrente; e (ii) mesmo a América do Sul não se destaca tanto pelo crescimento econômico acelerado, mas pelo processo de distribuição de renda e pela forte valorização da taxa real de câmbio. Por outro lado, em linhas gerais, a cronologia, as causas e os condicionantes do ciclo econômico

* Economista do BNDES. Este artigo é de exclusiva responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

da América do Sul seguem o do conjunto dos emergentes. Entre 2011 e 2013, por causa da deterioração de indicadores estruturais da restrição externa e da interrupção do processo de alta de preços das matérias-primas, houve desaceleração da economia sul-americana e reversão da tendência de valorização da moeda desses países. Em contrapartida, a manutenção de taxas de juros muito baixas nos países centrais permitiu que o superávit na conta financeira continuasse elevado, a despeito do aumento do déficit em conta-corrente.

Abstract

This article aims to explain the economic cycle in Latin America for the last 12 years following the ‘superboom’ seen in underdeveloped countries. The first decade of the current century saw the most substantial fall in the difference of per capita income between poor and rich countries. The main factor behind this was the fact that – due to some specific characteristics in said period – adjustments in the current accounts, after the currency crises at the end of the 1990s and the beginning of the 2000s, were considerably large, overgeneralized and long-standing. There are two main differences between the economic cycle for the group of underdeveloped countries and Latin America in that period: (i) in a significant portion of the region (Central America and Mexico), the per capita income increase was close to that in developed countries and no surplus in the current account was recorded; and (ii) South America does not stand out that much for accelerated economic growth, but rather for income distribution and a strong appreciation in the real exchange rate. On the other hand, and in general terms, the chronology, the causes and conditions for the economic cycle in South America follow a similar cycle in emerging countries. Between 2011 and 2013, due to the deteriorating structural indicators for external

restriction and the interruption to rising raw-material prices, there was a slowdown in the South American economy and a currency depreciation in these countries. Contrariwise, maintaining interest rates too low in central countries allowed the surplus in financial accounts to remain high, regardless of the increasing deficit in current accounts.

Introdução

A primeira década do século XXI foi um período em que as economias subdesenvolvidas se sobressaíram na economia mundial, registrando-se a maior expansão de renda *per capita* da história mundial e a maior redução da diferença da renda *per capita* em relação aos países desenvolvidos.¹ Essa década também se destaca por alguns fenômenos, como reversão da tendência de diminuição da participação das matérias-primas no comércio mundial de bens, elevado superávit em conta-corrente no conjunto dos países subdesenvolvidos e de acumulação de reservas internacionais, melhora significativa dos indicadores externos dos países subdesenvolvidos e vigência de taxas de juros muito baixas.

De modo aparentemente contraditório, a crise internacional de 2008-2009 tornou mais evidente o *superboom* dos países emergentes. Logo após a falência do Lehman Brothers, as economias emergentes foram muito afetadas. No entanto, poucos meses depois de deflagrada a crise, o desempenho das economias emergentes surpreendeu analistas por três motivos principais:

- i) a generalidade da adoção de políticas anticíclicas;
- ii) a rápida e vigorosa recuperação; e

¹ Neste texto, é utilizado o termo “países subdesenvolvidos” para se referir ao grupo de países que o Fundo Monetário Internacional (FMI) denomina de mercados emergentes e países em desenvolvimento. O texto segue a classificação do FMI para regiões subdesenvolvidas – América Latina, África Sub-Saariana, Europa Oriental, Oriente Médio, Comunidade dos Estados Independentes e Ásia em desenvolvimento – e para o conjunto de países desenvolvidos – Estados Unidos, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, países da Zona Euro e outros de alta renda na Europa, Israel, Japão e Tigres Asiáticos.

- iii) o desempenho bem melhor do que o dos países desenvolvidos – nas últimas décadas, os países subdesenvolvidos foram, em geral, mais afetados nas crises internacionais do que as nações industrializadas.

A América Latina também foi muito beneficiada pelo *boom* dos emergentes. Em relação ao campo econômico, embora a expansão do Produto Interno Bruto (PIB) tenha ficado mais alta do que nas duas décadas anteriores, foi significativamente mais baixa do que a média do conjunto dos países emergentes. Os indicadores externos, em particular, se destacam por fatores positivos, como melhora de indicadores de solvência e liquidez externa, e negativos, como concentração da pauta de exportações em matérias-primas e menor dinamismo da quantidade exportada em relação à importada. Seus reflexos políticos e sociais foram um dos aspectos mais positivos do atual *boom* econômico na América Latina. Também chamou a atenção dos analistas a rápida e forte recuperação da maioria das economias latino-americanas após a crise de 2008-2009.

No entanto, há indicações de que esse *boom* tenha chegado ao fim. Os principais indicadores são a reversão da tendência de valorização da moeda das principais economias emergentes, a estagnação ou mesmo queda do volume de importações e a significativa desaceleração da taxa de crescimento econômico da maioria dos países. Há razões internas e externas para isso. No primeiro grupo, a combinação de aumento significativo do déficit em conta-corrente e da estagnação da quantidade exportada torna necessária a melhora substancial dos termos de troca, a fim de se retomar o crescimento das importações. Por outro lado, houve reversão da tendência de alta dos preços das *commodities*.

O objetivo deste texto é entender esse recente ciclo econômico na América Latina na perspectiva da teoria da restrição externa.² O artigo está dividido em mais três seções. Na próxima seção, apresenta-se o *superboom* dos emergentes, sem o qual não é possível entender o desempenho da economia da América Latina. Na sequência, discute-se o desempenho econômico dessa região no período. E, na última, debate-se se o *boom* na América Latina chegou ao fim ou não entre 2012 e 2014.

O *superboom* dos emergentes

A primeira década do século XXI foi um período excepcional para o crescimento econômico dos países subdesenvolvidos. Esse período não foi somente o de maior crescimento da renda *per capita* do conjunto dos países subdesenvolvidos na história mundial, mas também foi bastante generalizado entre os países subdesenvolvidos e não foi acompanhado pelos países desenvolvidos.

Até a década passada, a participação dos países subdesenvolvidos no PIB mundial era estável, por volta de 40% (Gráfico 1). Isso significa que o aumento contínuo da participação da Ásia em desenvolvimento no PIB mundial ocorreu em detrimento das outras regiões subdesenvolvidas.³ Contudo, a situação mudou a partir dos anos 2000, quando o crescimento econômico acelerado se generalizou pelo restante do mundo subdesenvolvido. De modo inédito, em

² Essa teoria estabelece que, particularmente nos países subdesenvolvidos, a escassez de divisas é o principal obstáculo ao crescimento econômico. Mesmo autores ortodoxos, como Resende (2009, p. 76), admitem que “nos países periféricos a restrição [ao crescimento] efetiva é a externa, via Balanço de Pagamentos”.

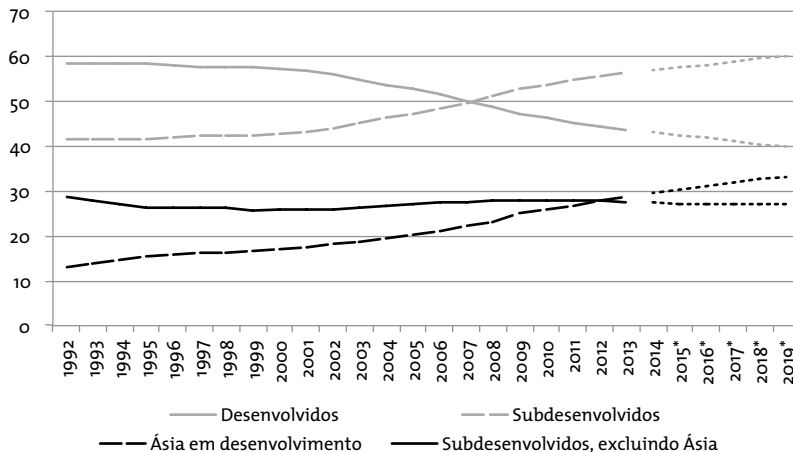
³ A classificação de países aqui segue a do FMI. A Ásia em desenvolvimento compreende os países do Sul, Sudeste e Leste Asiático e o Pacífico, excluindo Japão, Nova Zelândia, Austrália e Tigres Asiáticos.

praticamente todos os anos desde 2003, todas as regiões subdesenvolvidas apresentaram uma taxa de expansão do PIB maior do que a média dos países desenvolvidos. Até então, esse fato nunca tinha sido registrado.

Em 2008, o PIB do conjunto dos países subdesenvolvidos, medido em paridade de poder de compra, ultrapassou o dos países desenvolvidos. E a mais recente estimativa do Fundo Monetário Internacional (FMI) é que, em 2019, o PIB do mundo subdesenvolvido seja 50% maior do que o dos desenvolvidos.⁴

Gráfico 1

Participação de países desenvolvidos e subdesenvolvidos no PIB mundial, medido em paridade de poder de compra (em %)



Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

Há dois grupos de explicações para a aceleração generalizada do crescimento do PIB nos países subdesenvolvidos. No primeiro, os

⁴ A não ser que haja indicação em contrário, os dados de PIB, saldo em conta-corrente, inflação ao consumidor, termos de troca, índice de preços de *commodities*, dívida externa, dívida externa sobre exportações, variação de reservas internacionais e saldo da conta financeira são do World Economic Outlook do FMI.

fatores externos a esses países são apontados como os responsáveis pela aceleração do crescimento. Silva (2004) destaca a importância do crescimento econômico e da política monetária dos países desenvolvidos. Akyüz (2012) atribui, de forma ainda mais enfática, o papel das reduzidas taxas de juros nas nações desenvolvidas para explicar o *boom* dos fluxos de capital e dos preços das *commodities*. A expansão da demanda chinesa é destacada, por diversos autores, incluindo os dois já apontados e Brown e Gibson (2006), como fator fundamental para a expansão do comércio mundial e para a melhora dos termos de troca da periferia.⁵

O segundo grupo ressalta as estratégias nacionais e as condições internas na explicação do crescimento dos subdesenvolvidos. Em relação aos países asiáticos, Cunha (2006, p. 483) destaca o êxito dessas nações: “Alcançaram um ritmo acelerado de crescimento econômico, com avanços simultâneos nas áreas sociais e na manutenção do quadro de relativa estabilidade macroeconômica”. Após a crise asiática, esse sucesso esteve cada vez mais associado ao objetivo de manutenção de câmbio real competitivo e grande acumulação de reservas, que ficou conhecido como “Bretton Woods II” [Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2004)]. Aizenman e Lee (2007) acreditam que a principal motivação para a acumulação de reservas seria evitar crises cambiais e não manter uma taxa de câmbio competitiva. Uma das principais vulnerabilidades dos países afetados pela crise asiática em 1997 foi a pequena quantidade de reservas internacionais em comparação com o passivo externo líquido de curto prazo.

Como fatores mais gerais dos países emergentes, Frenkel e Rapetti (2011) apontam três motivos para a redução do risco-país

⁵ Apesar de a China ser classificada como um país subdesenvolvido, o crescimento da demanda chinesa é considerado um fator exógeno, por ser resultado do sucesso de sua estratégia de desenvolvimento. Desde o fim da década de 1970, o crescimento econômico chinês tem sido elevado, mesmo em períodos de crise internacional.

nas economias subdesenvolvidas: o superávit em conta-corrente, a acumulação de reservas e a adoção do câmbio flutuante. Os autores também observam a queda do risco-país mesmo nos países que continuaram a ter déficits em conta-corrente.

Neste artigo, defende-se que a melhora dos indicadores das contas externas dos países subdesenvolvidos foi bem mais importante do que a política monetária dos países desenvolvidos para explicar o *boom* dos subdesenvolvidos antes da crise de 2008. Em primeiro lugar, como observado por Calvo e Talvi (2007), enquanto os *booms* econômicos anteriores ocorreram em períodos de elevados déficits em conta-corrente, no *boom* dos subdesenvolvidos no período anterior à crise de 2008, esses países registraram significativo superávit em conta-corrente.⁶ Dessa forma, a importância do fluxo de capitais foi bem menor nesse período do que nos *booms* anteriores. Além disso, mesmo para explicar o aumento do fluxo de capitais, a reduzida taxa de juros nos Estados Unidos da América (EUA) não desempenhou um papel tão decisivo, pois:

- i) a queda do custo de emissão de dívida externa dos países emergentes foi causada mais pela queda do risco-país dos países emergentes do que pela redução da taxa de juros dos EUA;⁷

⁶ Embora os autores se refiram apenas à América Latina, o mesmo é válido para o conjunto dos países subdesenvolvidos.

⁷ Risco-país é definido como a diferença entre o custo de emissão de títulos de dívida externa de um país em dólar e o custo dos títulos do governo dos EUA no mesmo prazo. De acordo com os dados da Bloomberg, disponibilizados pelo Ministério da Economia da Argentina (Mecon), em 2000, o Embi+, o *spread* médio dos títulos de dívida externa, denominados em dólar, dos países emergentes, foi de 725 pontos-base. Entre o início de 2004 e a falência do Lehman Brothers, o Embi+, na média do período, foi de 285 pontos-base. De acordo com dados do FED, em 2000, a taxa de juros de dez anos foi de 603 pontos-base, enquanto, entre o início de 2004 e a falência do Lehman Brothers, foi de 439 pontos-base.

- ii) cerca de três quintos da entrada líquida de capitais durante o *boom* descrito por Akyüz (2012) ocorreu quando a taxa de juros nos EUA estava em um patamar maior do que no período de escassez de divisas, entre 1998 e 2002, sendo igual ao do *boom* anterior, de 1991 a 1997.

A rápida retomada do fluxo de capitais para as economias subdesenvolvidas, após a crise internacional de 2008-2009, também é um indicador de que houve mudança fundamental dos investidores em relação a esses países. Nas crises da dívida e nas crises cambiais do fim da década de 1990, a redução da taxa de juros nos EUA não foi suficiente para induzir retomada do fluxo de capital.

Por outro lado, o forte aumento dos preços das matérias-primas foi muito positivo para as contas externas de grande parte das regiões subdesenvolvidas – África, América Latina, Comunidade dos Estados Independentes (CEI) e Oriente Médio. No entanto, o superávit em conta-corrente no conjunto dos países subdesenvolvidos ocorreu bem antes da alta dos preços das matérias-primas. Enquanto, desde 2000, o conjunto dos países subdesenvolvidos, mesmo excluindo a China, registrou superávit em conta-corrente, o índice de preços do FMI de *commodities*, se for deflacionado pelo índice de preços ao consumidor dos EUA, só ultrapassou o valor anterior à crise russa em 2005.

A hipótese fundamental deste artigo é de que o ajuste cambial, ocorrido por causa da crise cambial do fim da década de 1990 e início dos anos 2000, permitiu melhora generalizada do saldo em conta-corrente dos países subdesenvolvidos, o que resultou em indicadores de solvência e de liquidez externos mais sólidos e na diminuição da restrição externa.⁸ Os países iniciaram o *boom* quando

⁸ Em termos regionais, apenas a Europa Oriental ficou excluída desse processo, provavelmente como resultado dos efeitos da entrada de muitos países da região na União Europeia em 2004.

conseguiram resolver suas crises, por meio da redução do déficit externo e da geração de superávit. Economias industrializadas da Ásia, como Coreia do Sul e Malásia, ajustaram mais rapidamente a conta-corrente e, por isso, iniciaram o período de crescimento econômico acelerado mais cedo. Os exportadores de matérias-primas e/ou com baixo nível de exportações sobre o PIB, como Indonésia e países da América Latina, levaram mais tempo para ajustar as contas externas, porque foi necessário haver forte queda das importações para que obtivessem resultados positivos em conta-corrente nesses países. É preciso observar que os preços das matérias-primas mantiveram-se baixos até 2003. O *boom* em outras economias, como Argentina e Turquia, iniciou mais tarde porque suas crises cambiais só vieram a ocorrer em 2001. E, como será discutido posteriormente, o México, um país que não sofreu crise cambial entre 1997 e 2002, não participou do *boom* dos anos 2000.

Crises cambiais tendem a provocar ajustes nas contas externas. Mas algumas características específicas do período permitiram que os ajustes fossem generalizados, grandes e prolongados, de tal modo que esse quadro possibilitou o maior *boom* já ocorrido nos países subdesenvolvidos.

Em primeiro lugar, a combinação de aumento do déficit em conta-corrente dos EUA e da estagnação do superávit japonês foi fundamental para o sucesso dos esforços das economias emergentes em reduzir seu déficit em conta-corrente. Deve-se observar que o saldo em conta-corrente do mundo é igual a zero. Portanto, não é possível que todos os países realizem ajustes em suas contas externas. Em muitos deles, a sincronização dos ajustes das contas externas é um problema essencial de crises internacionais e regionais, pois o resultado seria basicamente desvalorizações competitivas e menor crescimento econômico. É muito importante que os países emissores de

moeda internacional – no caso atual, os EUA – ampliem o déficit, permitindo minimizar o custo para os deficitários.⁹

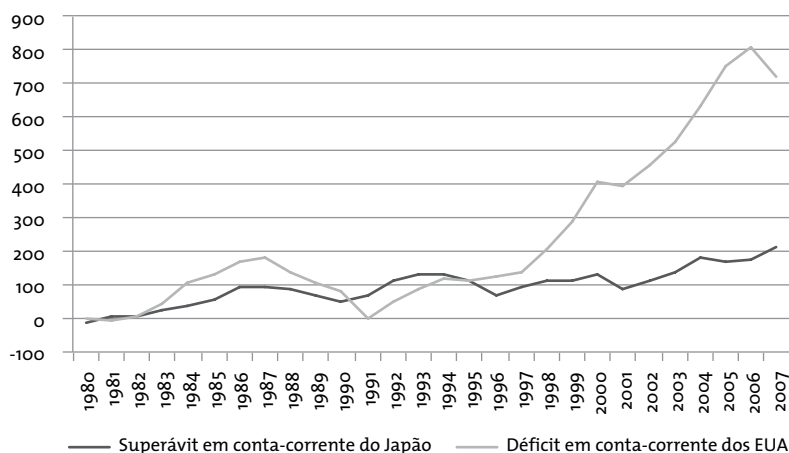
Como se pode observar no Gráfico 2, por causa do crescimento econômico, da valorização do dólar e do menor crescimento do resto do mundo, os EUA aumentaram significativamente seu déficit durante a crise da dívida dos anos 1980 e durante as crises cambiais do fim dos anos 1990 e início dos anos 2000. No entanto, grande parte desse aumento do déficit dos EUA nos anos 1980 foi absorvida pelo aumento do superávit japonês, enquanto, no fim dos 1990, manteve-se praticamente estagnado. O motivo para os diferentes comportamentos dos superávits é a trajetória do *market-share* das exportações manufaturadas do Japão no mercado mundial: na primeira metade da década de 1980, há um aumento da proporção do Japão nas exportações industriais; a partir de então, há uma queda contínua, o que leva a uma situação em que, mesmo com a demanda interna japonesa estagnada, não haja aumento do superávit externo.¹⁰

⁹ Antes da crise de 2008-2009, era comum entre economistas, como Obstfeld e Rogoff (2005), classificar o grande déficit externo dos EUA como um fator de risco para a economia mundial: quando os EUA tivessem de ajustar o déficit externo, a economia dos EUA teria de promover forte desvalorização e depreciação do câmbio, o que afetaria a economia mundial (*hard landing*). No entanto, após a crise de 2008-2009, essa tese perdeu muita força porque, com uma combinação de fatores negativos – crise do *subprime*, extrema fragilidade do sistema financeiro dos EUA, pouca atratividade de investimentos no país e menor demanda externa –, o governo dos EUA pôde promover forte e imediata queda da taxa de juros e expansão do déficit fiscal e, mesmo assim, o dólar se valorizou. É difícil imaginar um teste de estresse mais forte do que este para verificar a hipótese de autores como Serrano (2004), de que o déficit externo dos EUA é sustentável porque suas importações e obrigações externas estão denominadas em dólar.

¹⁰ A não ser que haja indicação em contrário, os dados de comércio mundial de serviços, de matérias-primas e de produtos industriais foram coletados no *site* da Organização Mundial do Comércio (OMC), na aba de séries temporais (<<http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDDBStatProgramSeries.aspx?Language=E>>).

Gráfico 2

Saldo em conta-corrente do Japão e déficit dos EUA, deflacionados pelo índice de preços ao consumidor dos EUA de 2014 (em US\$ bilhões)



Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

Em segundo lugar, houve significativo aumento da participação dos países subdesenvolvidos nas exportações mundiais de bens industriais. Entre 1993 e 2005, as exportações industriais desses países aumentaram, em média, 13,4% ao ano, enquanto as das nações desenvolvidas foram de 7,5% ao ano. Tal diferencial de crescimento permitiu que esses países ampliassem sua participação nas exportações mundiais de manufaturados de 17% em 1993 para 28% em 2005. Cerca de dois terços desse aumento deve-se à China. Contudo, a partir do fim da década de 1990, o fenômeno de aumento da participação do mundo subdesenvolvido nas exportações se generalizou para fora da Ásia (Tabela 1). À exceção do México, todas as regiões subdesenvolvidas – Ásia em desenvolvimento, CEI, Oriente

Médio, Américas do Sul e Central e África¹¹ – tiveram um aumento maior das exportações do que os países desenvolvidos.

Tabela 1

Exportações de bens industriais por continentes/regiões

Continentes/ regiões	Exportações em 2000 (US\$ milhões)	Exportações em 2006 (US\$ milhões)	Crescimento (%)
Ásia em desenvolvimento	507.632	1.370.511	170
CEI	43.021	105.984	146
Subdesenvolvidos	859.906	2.009.908	134
Oriente Médio	61.763	138.158	124
Américas do Sul e Central	72.957	141.893	94
África	37.424	71.165	90
Europa	2.124.864	3.890.313	83
Desenvolvidos	4.287.472	6.836.743	59
Austrália e Nova Zelândia	18.589	28.592	54
Japão e Tigres Asiáticos	888.377	1.312.694	48
México	138.635	189.165	36
EUA e Canadá	824.548	1.043.935	27

Fonte: Organização Mundial do Comércio (OMC).

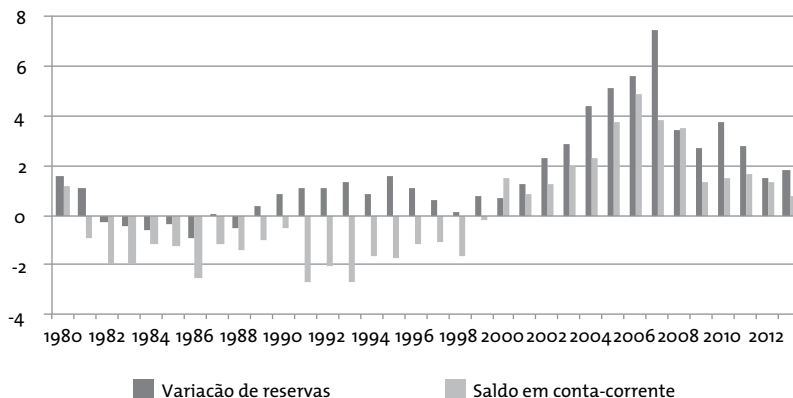
O aumento das exportações de bens industriais, aliado à queda/estagnação das importações, possibilitou melhora generalizada nas contas externas dos países subdesenvolvidos, a despeito

¹¹ A OMC não divulga os dados da Europa Oriental. CEI compreende as repúblicas da ex-União Soviética, com exceção dos países bálticos. Apesar de a Geórgia não pertencer mais à CEI desde 2008 e a Ucrânia e o Turcomenistão não terem aderido oficialmente, todos esses países são classificados pelo FMI como dentro da CEI. Por isso, neste texto fez-se o mesmo.

da deterioração dos termos de troca dos países exportadores de matérias-primas. O principal indicador da melhora da solvência externa do mundo subdesenvolvido foi a redução do déficit em conta-corrente e, posteriormente, a obtenção, de maneira inédita, de elevados superávits em conta-corrente no conjunto do mundo subdesenvolvido (Gráfico 3).

Gráfico 3

Saldo em conta-corrente e variação das reservas do mundo subdesenvolvido (em % do PIB)



Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

Em terceiro lugar, a combinação da bem-sucedida estratégia chinesa de crescimento acelerado com o surgimento de um círculo virtuoso na economia internacional explica o principal diferencial desse ciclo econômico, que é a ampliação do superávit em conta-corrente no momento de maior crescimento econômico já registrado no conjunto das economias dos países subdesenvolvidos.

Em geral, espera-se que, tão logo os países recuperem seu crescimento econômico, haja deterioração da conta-corrente, por causa da expansão das importações.

O motivo para os países subdesenvolvidos combinarem, entre 2003 e 2007, aumento do superávit em conta-corrente com crescimento econômico acelerado foi o forte aumento do valor das exportações de bens. Em quase todas as regiões subdesenvolvidas, a expansão das exportações acumulada em cinco anos foi maior do que nos 22 anos anteriores. O caso mais extremo foi o da África, cujas exportações aumentaram, entre 2002 e 2007, 201% (percentual equivalente a 24,7% ao ano), enquanto de 1980 a 2002 o crescimento foi de apenas 19% (0,8% ao ano).

O forte aumento das exportações é explicado principalmente pelo aumento dos preços das *commodities* nesse período. O índice de preços de *commodities* do FMI aumentou 132% entre 2002 e 2007. Apesar de o FMI disponibilizar dados do índice geral de *commodities* apenas a partir de 1992, é possível verificar que houve redução significativa dos preços entre 1980 e 2002, haja vista que, no período, houve queda de 30% no preço do petróleo, 36% no preço de alimentos e bebidas e 26% no de metais.

Há diversas análises a respeito do superciclo das *commodities*. O crescimento econômico chinês é apontado, em geral, como o principal fator para o superciclo. O papel do consumo chinês tem maior importância no preço dos metais, tendo em vista que a participação do consumo chinês em metais é significativamente maior do que em alimentos e em petróleo. Segundo Cheung e Mori (2007), entre 2001 e 2005, a China foi responsável por 88% da variação mundial do consumo de zinco, 63% do níquel, 62% do cobre e 46% do alumínio.

Por outro lado, deve-se destacar que o aumento também deve ser explicado pelo lado da oferta: depois de mais de duas décadas de estagnação e queda nos preços das matérias-primas, a expansão da capacidade produtiva não estava preparada para atender prontamente à demanda. Esse problema era maior na mineração e na extração de

petróleo, pois os resultados de investimento em expansão só ocorrerem depois de alguns anos.

Além do grande crescimento da China, no período, há uma combinação de fatores positivos no cenário internacional que se reforçam mutuamente: melhora das condições de solvência e de liquidez, crescimento do PIB e do comércio mundial, aumento da demanda líquida por financiamento, maior eficiência da desvalorização e diminuição da aversão a ela, financiamento externo mais barato, taxa de juros generalizadamente baixa, elevação dos preços das matérias-primas. Em particular, para o saldo em conta-corrente dos subdesenvolvidos, esse círculo virtuoso teve dois efeitos benéficos: (i) aumentou a demanda por matérias-primas de países emergentes, além da China; (ii) elevou as exportações de manufaturados das economias emergentes que se destinam a outros emergentes. De acordo com a Organização Mundial do Comércio (OMC), em 2002, em valor, as importações de matérias-primas pelos países desenvolvidos foram 4,7 vezes maiores do que as dos países em desenvolvimento, excluindo a China. Essa diferença caiu para 4,0 em 2007 e para 2,7 em 2013. A participação de países subdesenvolvidos nas exportações industriais aumentou em todas as regiões subdesenvolvidas, com exceção da CEI, o que é um demonstrativo do círculo virtuoso do mundo subdesenvolvido: as exportações industriais da África para países subdesenvolvidos aumentaram de 30% em 2002 para 34% em 2007 e para 49% em 2012; as da Ásia passaram, respectivamente, de 30% para 37% e, depois, para 42%; as das Américas do Sul e Central, de 34% para 51% e, posteriormente, para 56%; e as do Oriente Médio, de 37% para 51% e, depois, para 54%. As exportações da CEI ficaram, no período, estáveis em 60%. O crescimento das exportações faz com que a taxa de crescimento do PIB compatível com a obtenção de saldos externos positivos se eleve.

Outro aspecto importante a ser destacado do círculo virtuoso é que o fato de ser menos custoso obter superávit em conta-corrente torna-o menos necessário, tendo em vista que o investidor aceitará financiar países com moderados déficits em conta-corrente, porque espera que, caso se faça necessário, o país devedor conseguirá rapidamente reverter esse déficit. Examinando essa situação de outro ângulo, pelos indicadores de solvência externa, verifica-se que, quanto mais alta é a taxa de crescimento das exportações, maior é o déficit em conta-corrente considerado sustentável.¹²

Entre as quarenta maiores economias emergentes, que detêm quase 95% do PIB do conjunto do mundo subdesenvolvido, apenas países que entraram na União Europeia sofreram deterioração em sua conta-corrente entre 2002 e 2007. Considerando a relevância econômica dos países subdesenvolvidos, deve-se destacar que: 63% do PIB está em países que registraram superávit em conta-corrente no período de 2003 a 2007; 8% fazem parte da União Europeia; 12% podem ser denominados de deficitários dinâmicos¹³ e apenas 7% do PIB está em países que tiveram déficit superior a 2% do PIB.

O contraste é notável com os anos 1990, quando houve rápida deterioração da conta-corrente durante um *boom* econômico de menor fôlego. Apesar dos problemas de uma explicação geral para países

¹² “É de central importância para países que crescem incorrendo em déficits em conta corrente que a taxa de crescimento de suas exportações seja suficientemente elevada para garantir a condição de estabilidade de Domar” [Medeiros e Serrano (2001, p. 119)].

¹³ Foram definidos como deficitários dinâmicos países com déficits em conta-corrente e que apresentaram expansão superior a 7% ao ano do PIB entre 2002 e 2007 e que ganharam participação nas exportações mundiais. De acordo com os indicadores de solvência externa, crescimento elevado do PIB e das exportações significa menor vulnerabilidade externa. Os deficitários dinâmicos são os seguintes países: Índia, Vietnã, Turquia e Cazaquistão.

com estruturas e estratégias de política econômica tão diversas, é possível detectar três motivos mais frequentes para explicar o desempenho diferenciado do período: (i) forte aumento dos preços das *commodities*; (ii) ampliação das exportações industriais; (iii) o fato de não ter havido, pelo menos inicialmente, forte deslocamento da elasticidade-renda das importações como havia ocorrido em muitos países nos anos 1990.

Além do superávit em conta-corrente, é preciso destacar dois importantes indicadores externos que melhoraram significativamente no período: (i) o acúmulo de reservas internacionais; e (ii) a redução da relação dívida externa-exportações.

O desempenho econômico da América Latina no período

O desempenho econômico da América Latina distingue-se do conjunto dos países emergentes por dois fatores principais: (i) a trajetória de uma parte significativa da região (México e América Central) não pode ser considerada *boom*; (ii) mesmo a América do Sul não se destaca tanto pelo crescimento econômico acelerado, mas pelo processo de distribuição de renda e pela forte valorização da taxa real de câmbio.¹⁴

Por outro lado, à exceção dessas duas diferenças, as principais características, as causas e a cronologia do ciclo econômico da

¹⁴ Em geral, *boom* econômico está associado a crescimento econômico acelerado. Contudo, deve-se observar que: (i) para os padrões históricos, o crescimento econômico da América do Sul entre 2004 e 2011 é relativamente elevado; (ii) *boom* também está associado à expansão do comércio internacional de bens e serviços e valorização de ativos nacionais.

América do Sul são incrivelmente similares ao que ocorreu no conjunto dos países subdesenvolvidos.

Em linhas gerais, a cronologia é a mesma entre os países da América do Sul e o conjunto do mundo subdesenvolvido:

- i) crises cambiais no fim da década de 1990 e começo dos anos 2000;
- ii) ajuste na conta-corrente em período de termos de troca desfavoráveis a exportadores de matérias-primas;
- iii) combinação inédita de retomada vigorosa do crescimento econômico com continuação da melhora da conta-corrente;
- iv) piora da conta-corrente, mesmo com termos de troca muito favoráveis;
- v) reação surpreendentemente positiva à crise internacional de 2008-2009;
- vi) fim do *boom*, em virtude de fatores internos e externos.

É interessante notar que o México é um caso paradigmático de país que contraria diametralmente o *boom* ocorrido nos países em desenvolvimento. Cronologicamente:

- i) não houve crise cambial no México no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000;
- ii) não houve ajuste da conta-corrente nem aceleração no crescimento das exportações;
- iii) o PIB do México continuou a crescer a taxas tão baixas quanto nas décadas de 1980 e 1990 (Tabela 1); e
- iv) o déficit em conta-corrente se manteve estável em todo o período e não houve desaceleração do crescimento entre 2011 e 2012.

Como já mencionado, a relação entre a crise cambial e o *boom* econômico não é apenas cronológica, e há uma relação de

causalidade bastante intrincada. É a crise cambial que, por meio da desvalorização das moedas e da queda do crescimento econômico, permitiu ajuste na conta-corrente. O forte alívio na restrição externa – que, no início, foi resultado, basicamente, dos saldos externos positivos – foi um motor fundamental para o crescimento econômico acelerado entre 2003 e 2007 e, posteriormente, para a resistência desses países à crise internacional. Deve-se observar que, na América Central, tal como ocorreu em outras economias, o alívio na restrição externa permitiu a aceleração do crescimento, apesar de não ter havido melhora no saldo em conta-corrente. Isso é uma demonstração de que o aumento do financiamento externo a partir de 2004 também foi importante para explicar a aceleração do crescimento no período, como observaram Akyüz (2012) e Frenkel e Rapetti (2011).

Tabela 2

Mediana de indicadores econômicos (em %)

Região	Crescimento (% a.a.)			Conta-corrente (% do PIB)		
	1980-2003	2004-2011	2012-2014	1980-2003	2003-2007	2012-2014
América do Sul	2,8	5,3	4,3	(2,6)	1,7	(2,3)
México	2,7	2,7	2,7	(2,0)	(1,1)	(1,6)
América Central e Caribe*	2,1	3,5	3,7	(4,6)	(4,7)	(5,9)

Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

* Inclui apenas os dados de países da região com população superior a quinhentos mil habitantes; o FMI não fornece dados de Cuba.

O *boom* na América do Sul: aceleração do crescimento com distribuição de renda

A principal característica do *boom* recente na América do Sul foi a combinação do crescimento econômico associado à distribuição de renda. De 1980 a 2003, o crescimento econômico da América do Sul foi de 2,8% ao ano e, de 2004 a 2011, foi de 5,3% ao ano. Segundo Tsounta e Osueke (2014), enquanto, no conjunto de países desenvolvidos e em quase todas as outras regiões subdesenvolvidas, houve aumento da desigualdade de renda nos anos 2000, em todos os países da América do Sul analisados, houve redução do índice de Gini.¹⁵ Resultou da aceleração do crescimento econômico e da melhor distribuição de renda uma significativa redução da pobreza. De acordo com Cepal (2012), a proporção de pobres na América Latina caiu de 43,9% em 2002 para 29,4% em 2011 e a de indigentes de 19,3% para 11,5% no mesmo período. O resultado na América do Sul é melhor do que no resto da América Latina, tendo em vista: (i) que a redução da pobreza no México e nos países da América Central, com exceção do Panamá e de Honduras, foi significativamente menor do que a média da América Latina; e (ii) que aumentou a proporção de indigentes no México, um país que detém 63% da população latino-americana fora da América do Sul (ver Tabela 3).

Há uma notável relação entre as condições econômicas e a melhora dos indicadores sociais na região. Em primeiro lugar, o alívio da restrição externa permitiu maior autonomia para a execução de políticas sociais eficientes, como os programas de transferência de renda. Em segundo lugar, o maior crescimento econômico, combinado com a valorização da taxa de câmbio, possibilitou redução do índice de desemprego e elevação do salário real. Em terceiro

¹⁵ Guiana e do Suriname são os únicos países sul-americanos cujos dados não são apresentados no artigo.

lugar, o crescimento econômico tem sido liderado pelo consumo das famílias, com a melhora da distribuição de renda desempenhando importante papel. Apesar da relevância das condições econômicas para a redução da pobreza, da desigualdade e da ampliação das políticas sociais, os fatores políticos também tiveram importância nesse processo.

Tabela 3

Proporção de pobres e indigentes em 18 países latino-americanos (em %)

Países	Em torno de 2002			Em torno de 2010			2011		
	Ano	Pobreza	Indigência	Ano	Pobreza	Indigência	Ano	Pobreza	Indigência
Argentina	2004	34,9	14,9	2010	8,6	2,8	2011	5,7	1,9
Bolívia	2002	62,4	37,1	2009	42,4	22,4	...	...	...
Brasil	2001	37,5	13,2	2009	24,9	7,0	2011	20,9	6,1
Chile	2000	20,2	5,6	2009	11,5	3,6	2011	11,0	3,1
Colômbia	2002	49,7	17,8	2010	37,3	12,3	2011	34,2	10,7
Equador	2002	49,0	19,4	2010	37,1	14,2	2011	32,4	10,1
Paraguai	2001	61,0	33,2	2010	54,8	30,7	2011	49,6	28,0
Peru	2001	54,7	24,4	2010	31,3	9,8	2011	27,8	6,3
Uruguai	2002	15,4	2,5	2010	8,6	1,4	2011	6,7	1,1
Venezuela	2002	48,6	22,2	2010	27,8	10,7	2011	29,5	11,7
Costa Rica	2002	20,3	8,2	2010	18,5	6,8	2011	18,8	7,3
El Salvador	2001	48,9	22,1	2010	46,6	16,7	...	...	...
Guatemala	2002	60,2	30,9	2006	54,8	29,1	...	...	...
Honduras	2002	77,3	54,4	2010	67,4	42,8	...	...	...
México	2002	39,4	12,6	2010	36,3	13,3	...	...	...
Nicarágua	2001	69,4	42,5	2009	58,3	29,5	...	...	...
Panamá	2002	36,9	18,6	2010	25,8	12,6	2011	25,3	12,4
República Dominicana	2002	47,1	20,7	2010	41,4	20,9	2011	42,2	20,3

Fonte: Cepal (2012).

As crises cambiais afetaram, de maneira expressiva, as economias sul-americanas no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000. As duas maiores economias da região – Brasil e Argentina – sofreram crises cambiais particularmente fortes. Pela relevância do Brasil e da Argentina sobre os outros membros do Mercosul, as moedas do Paraguai e do Uruguai também apresentaram expressiva desvalorização nesse período. Nos países do Mercosul, entre 1998 e 2002 o dólar médio valorizou entre 103% no Uruguai e 220% na Argentina. Contudo, o fenômeno da desvalorização das moedas sul-americanas não ficou restrito aos países do Mercosul. Todos os países da região, à exceção do Equador, apresentaram aceleração na taxa de desvalorização de sua moeda nesse período. Em alguns, a desvalorização ocorreu mais cedo – Colômbia (1997) e Peru (1998) – e, em outros, mais tarde – Venezuela (2002). O Equador optou por evitar a desvalorização por meio da dolarização de sua economia, uma medida que, vista em retrospecto, pode ser muito criticada. Mas aderir ao câmbio flexível, naquele período, era considerado arriscado para a estabilidade monetária. Alguns países, como Peru, Bolívia e Guiana, registraram desvalorizações pequenas, enquanto a moeda do Suriname, na média do ano de 2002, valia quase seis vezes menos dólares do que em 1997.

Em relação à taxa real, todos os países da América do Sul, com exceção da Venezuela, registraram desvalorização de sua moeda em relação ao dólar entre 1998 e 2002. Como se observa no Gráfico 4, a desvalorização média das moedas da região foi bastante significativa.¹⁶

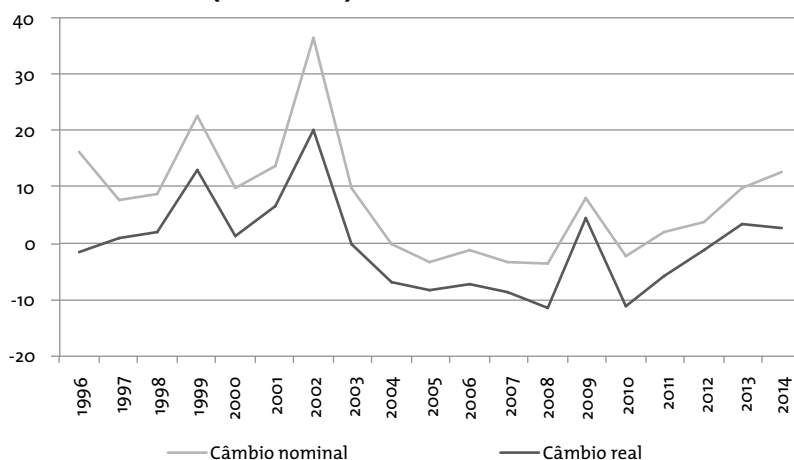
Como já mencionado, em um período de deterioração dos termos de troca, o ajuste na América do Sul no início dos anos 2000 ocorreu basicamente por meio da contração das importações.

¹⁶ Foi calculada a média simples.

Com o notável aumento dos preços das matérias-primas a partir de 2003, os termos de troca tornaram-se bastante favoráveis à América Latina. Além disso, a taxa de câmbio desvalorizada e a própria recuperação dos vizinhos levaram a uma ampliação significativa das exportações de manufaturados. O resultado é que, em 2008, as exportações de bens foram 331% maiores do que em 2002.

Gráfico 4

Variação média da taxa de câmbio anual nos países da América do Sul (em % a.a.)



Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

O forte aumento das exportações é fator fundamental para o grande alívio na restrição externa da região. Esse alívio refletiu-se na valorização cambial, na aceleração do crescimento econômico, na maior autonomia da política econômica e na acumulação de reservas e esteve muito relacionado à diminuição inédita da pobreza, da miséria e da desigualdade.

Como já dito, a melhor distribuição de renda na América do Sul só pode ser entendida pela combinação de fatores políticos e

econômicos. A democratização revelou-se fundamental para aumentar o poder da população mais pobre. Na maioria dos países da América do Sul, esse processo ocorreu em meados da década de 1980. Contudo, nas duas primeiras décadas do período democrático, não foi constatada redução da pobreza na América Latina. Na década de 1980, a esperança de se implantarem políticas redistributivas com a redemocratização foi minada pela forte restrição externa e a aceleração inflacionária. Na década de 1990, mostrou-se ilusória a ideia de que o fim da inflação alta, a privatização, a abertura da economia e as outras reformas de mercado necessariamente iriam promover uma grande redução da pobreza na região. Como mencionado anteriormente, em 2002, a proporção de pobres na América Latina era um pouco maior do que depois das crises cambiais do fim dos anos 1990 e início dos 2000. Além disso, mesmo nas estatísticas oficiais que subestimam o nível de desocupação, a taxa de desemprego estava na casa de dois dígitos na maioria dos países. As exceções eram: Chile (9,8%); Bolívia (8,7%); Peru (9,4%); e Equador (8,6%). É interessante notar que, com exceção do Chile, os outros países estão entre os que apresentam maior pobreza na região. É nesse contexto – de aumento de desemprego e de queda do salário real – que são eleitos governos com plataformas de recomposição do salário real, de ampliação do emprego e dos gastos sociais em praticamente todos os países da região.

Foram as seguintes condições macroeconômicas que permitiram a redução do desemprego, bem como o aumento do salário real e dos gastos sociais:

- i) a valorização cambial possibilitou que a ampliação do salário real não provocasse aceleração da inflação em um período de alta nas cotações internacionais de alimentos e combustíveis;

- ii) a menor pressão cambial proporcionou a redução sustentada da taxa de juros, o que levou à ampliação do crédito ao consumidor; e
- iii) o crescimento econômico permitiu a ampliação do emprego e dos gastos sociais.

Entre 2002 e 2010, a despeito da crise internacional, em todos os países da América do Sul houve queda na taxa de desemprego. Essa queda é maior nos países do Mercosul (Brasil, Argentina, Paraguai, Uruguai e Venezuela), onde a taxa cai para cerca da metade.¹⁷ De acordo com Cepal (2012), os gastos públicos em proporção do PIB na América Latina aumentaram de 14,8% no biênio de 2001 e 2002 para 18,2% no biênio de 2009 e 2010.

Em média, em 2007, as moedas dos países sul-americanos estavam 28% mais valorizadas do que em 2002 (Gráfico 4). Em geral, o grau de valorização esteve dependente das políticas monetárias e cambiais. A Argentina, por exemplo, optou por uma política monetária mais expansiva e por manter a taxa nominal de câmbio estável. A Argentina utiliza forte controle e/ou subsídios de preços de bens e serviços de consumo popular para compensar o fato de suas moedas não se terem valorizado em termos nominais no período. Entretanto, o aspecto negativo da valorização cambial e de se ter utilizado o câmbio como instrumento fundamental para a política de valorização real do salário foi a perda da competitividade industrial, o aumento da dependência das exportações de *commodities* e a elevação do coeficiente de importação e do déficit de rendas e de serviços.

Entre 2005 e 2011, se for excluído o comércio intrarregional, verifica-se que as Américas do Sul e Central perderam 19% do

¹⁷ A redução nos países do Mercosul varia de uma queda de 42% no Brasil a uma queda de 65% na Argentina.

market-share nas exportações mundiais de manufaturados.¹⁸ Se for excluído o Brasil, a queda é um pouco menor (14%). Nesse período, o déficit de manufaturados quadruplicou, enquanto o valor das exportações industriais aumentou apenas 50%, e parte desse aumento resultou do efeito preço. Se for excluído o comércio intrarregional, observa-se que a participação dos manufaturados nas exportações totais da região caiu de 33% para 18%. A diferença entre o saldo em conta-corrente e a balança comercial passou de um saldo positivo de US\$ 25,4 bilhões em 2005 para um déficit de US\$ 66,3 bilhões em 2011, o que é mais um demonstrativo da rápida deterioração das outras rubricas do balanço em transações correntes, que são, respectivamente balança de rendas, de serviços e de transferências unilaterais.¹⁹ Com o forte aumento do déficit no comércio de manufaturados e nas outras rubricas das transações correntes, a região ficou fortemente dependente dos elevados preços das matérias-primas para impedir um déficit em conta-corrente de grandes proporções.

O resultado disso foi que a América do Sul passou a apresentar déficits em conta-corrente a partir de 2008, a despeito dos termos de troca extremamente favoráveis à região. E essa piora nos indicadores estruturais das contas externas é fundamental para explicar o fim do *boom* em um contexto internacional menos favorável.

¹⁸ Apesar de esta seção discutir apenas a América do Sul, é possível apresentar os dados conjuntos dos países das Américas do Sul e Central, tendo em vista que cerca de três quartos das exportações da região vêm da América do Sul.

¹⁹ Deve-se lembrar que essa diferença foi obtida com duas fontes distintas: o World Economic Outlook e Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Ambas as fontes são do FMI.

O caso do México

A crise cambial no México ocorreu antes, em 1994-1995. Esse é um dos motivos pelos quais o país passa relativamente incólume pela sucessão de crises asiática, russa e brasileira. Afinal, o ajuste – na conta-corrente e no dinamismo das exportações – já tinha ocorrido. Enquanto a maioria das economias da América do Sul²⁰ teve uma desvalorização real em relação ao dólar superior a 20%, a moeda mexicana se valorizou levemente, em termos reais, entre 1998 e 2002. Além disso, a taxa de crescimento econômico do México praticamente não se alterou no fim dos anos 1990 e início dos anos 2000. A consequência foi a manutenção de déficits em conta-corrente em níveis moderados naquele país. Entre 2003 e 2007, em média, o déficit em conta-corrente do México foi de 1,1% do PIB, um pouco menor do que a média das décadas de 1980 e 1990, que correspondeu a 2,0% do PIB (Tabela 2).

Além disso, as exportações mexicanas apresentaram baixo dinamismo nos anos 2000 até a crise de 2008. Isso ocorreu por três motivos principais: (i) a proporção das matérias-primas – as quais aumentaram muito de preço no período – em sua pauta de exportações é significativamente menor do que nos países sul-americanos; (ii) o país continua excessivamente dependente das exportações para os EUA, e as importações para os EUA foram sensivelmente menos dinâmicas do que no restante do mundo; e (iii) o país sofreu com a forte concorrência da China. O resultado disso é que, de 2000 a 2008, as mexicanas cresceram apenas 75%, valor bem menor do que a expansão das sul-americanas (324%).

Com o baixo crescimento das exportações e o período tendo iniciado com moderados déficits em conta-corrente, só seria possível

²⁰ As exceções são as Guianas, Venezuela, Equador e Bolívia.

a economia crescer de modo acelerado com um forte processo de substituição de importações e/ou uma ampliação significativa no déficit em conta-corrente. Nada disso ocorreu. E o México foi, entre as vinte maiores economias emergentes do mundo, a que teve a menor taxa de crescimento no período do *superboom* dos emergentes. Entre 2004 e 2011, a expansão média do PIB do México foi de 2,7% ao ano, uma taxa tão reduzida quanto nas décadas de 1980 e 1990 (2,7% ao ano).

Por outro lado, deve-se destacar que, ao contrário do que ocorreu na América do Sul, no período de 2003 a 2012 no México não houve deterioração do saldo em conta-corrente. Atualmente, o déficit em conta-corrente em proporção do PIB no México está abaixo dos países da América do Sul. Se forem excluídas a Argentina e a Venezuela, países com acesso muito limitado ao mercado de capitais internacional, a diferença entre México e América do Sul é ainda maior. Além disso, deve-se destacar que, desde 2006, o crescimento das exportações de manufaturados do México é maior do que a do restante da América Latina, a despeito de o mercado dos EUA estar crescendo menos do que a média mundial.²¹ Por isso, é possível concluir que, atualmente, as condições estruturais para a expansão econômica do México são melhores do que na América do Sul. A principal diferença que explica isso é a diferente trajetória da taxa de câmbio das moedas sul-americanas e do México. Enquanto as primeiras apresentaram forte apreciação real, a do México se desvalorizou nesse período. Além disso, o aumento do custo de produção de manufaturados na China – advindo da combinação de maiores salários, elevado frete marítimo, valorização cambial e protecionismo – é muito favorável ao México.

²¹ De acordo com dados da OMC, entre 2005 e 2013 as exportações das América do Sul e Central aumentaram 52% contra 73% do México. Essa diferença é ainda maior no caso do mercado dos EUA – respectivamente, 12% e 60%.

O desempenho econômico da América Central

Ao contrário do que ocorreu na América do Sul, os países da América Central, à exceção da República Dominicana e do Haiti, continuaram a registrar déficits em conta-corrente no período entre 2002 e 2004. Em 2003, a República Dominicana registrou significativa crise cambial. A moeda do país perdeu mais da metade de seu valor, e o PIB sofreu uma pequena retração naquele ano. Em razão dessa crise cambial, a República Dominicana apresentou elevado e recorde superávit em conta-corrente em 2003 e em 2004. O Haiti passou por uma crise cambial no período de 2001 a 2003 – combinando também expressiva depreciação de sua moeda e retração do PIB –, com conseqüente redução do déficit em conta-corrente. As economias de outros países da região, como Costa Rica e Panamá, apesar de não sofrerem crises cambiais, tiveram significativa desaceleração no início dos anos 2000. Apesar disso, não houve alteração significativa no saldo em conta-corrente na região.²²

Tabela 4

Indicadores econômicos dos países da América Central de 2003 a 2012

País	Inflação ao consumidor (% a.a.)	Crescimento do PIB (% a.a.)	Conta-corrente (% do PIB)	Varição da taxa de câmbio (% a.a.)
Belize	2,5	3,6	(8,0)	0,0
Costa Rica	9,5	4,9	(5,0)	2,3
República Dominicana	13,0	5,0	(3,3)	3,6
El Salvador	3,8	1,9	(4,3)	0,0

(*Continua*)

²² No Panamá, o déficit em conta-corrente caiu significativamente em 2001 e 2002. Contudo, diferentemente do que ocorreu na América do Sul, voltou a um patamar superior a 4% do PIB em 2003.

(Continuação)

País	Inflação ao consumidor (% a.a.)	Crescimento do PIB (% a.a.)	Conta-corrente (% do PIB)	Varição da taxa de câmbio (% a.a.)
Guatemala	6,5	3,5	(3,6)	(0,1)
Haiti	13,9	0,9	(1,8)	0,6
Honduras	7,1	4,3	(6,9)	1,5
Nicarágua	9,3	3,4	(12,9)	5,0
Panamá	3,7	8,0	(7,5)	0,0
Mediana	7,1	3,6	(5,0)	0,6

Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

A América Central e o Caribe não foram beneficiados pela alta dos preços das matérias-primas nem pela aceleração do crescimento das economias emergentes, haja vista que a região é importadora líquida de matérias-primas e é muito dependente do crescimento econômico dos EUA. Por outro lado, o aumento do financiamento externo revelou-se útil para a aceleração do crescimento econômico na região.

Descrever o desempenho econômico da América Central no período não é uma tarefa fácil, tendo em vista que há limitado sincronismo do crescimento econômico entre os países da região. De modo geral, pode-se afirmar que o *boom* na região começou mais tarde, em 2005. Entre 2005 e 2007, quatro países da região apresentaram crescimento médio superior a 6% ao ano: Panamá, República Dominicana, Honduras e Costa Rica. Em Belize, ao contrário, o *boom* econômico terminou em 2003.²³ Os outros países da região, apesar de acelerarem o crescimento econômico, apresentaram uma expansão baixa (Haiti e El Salvador) ou moderada (Nicarágua e Guatemala).

²³ Entre 1999 e 2003, a economia de Belize se expandiu, em média, 8,2% ao ano.

O fim do *boom*

Geralmente, os termos de *booms* econômicos são marcados por crises, já que estes comumente acarretam aumento da vulnerabilidade econômica – bolhas de ativos, ampliação da alavancagem de bancos, empresas e famílias, aumento do déficit em conta-corrente nos países subdesenvolvidos – e também induzem adoção de políticas monetárias mais restritivas em países desenvolvidos [Medeiros (2008); Akyüz (2012)]. Entretanto, no atual *boom* econômico dos emergentes – em particular, o da América do Sul –, isso não aconteceu: o declínio na taxa de crescimento econômico e a reversão na tendência de valorização estão ocorrendo de modo suave. Por isso, pode haver controvérsia a respeito do fim do *boom*.

Além disso, deve-se questionar até mesmo por que a crise de 2008-2009 não pode ser considerada o fim do *boom*, tendo em vista que a interrupção do crescimento e a desvalorização foram muito maiores a partir de setembro de 2008 do que em 2012.²⁴ De toda forma, deve-se lembrar de que:

- i) há uma retomada rápida e vigorosa do crescimento econômico – e da tendência de valorização do câmbio e de acumulação de reservas internacionais – a partir de meados de 2009; e
- ii) a principal característica do *superboom* dos emergentes é o desempenho diferenciado em relação aos países desenvolvidos e é exatamente no período de 2008 a 2010 que há maior diferença entre os dois grupos de nações.

²⁴ Akyüz (2012) defende que o *boom* teria terminado com a crise de 2008 e que, já no primeiro semestre de 2009, teria iniciado um novo *boom* de *commodities* e de fluxo de capitais para as economias emergentes. Essa interpretação leva à conclusão de que ter-se-ia o período entre *booms* mais curto da história, uma vez que a crise teve início nos países emergentes com a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008.

Os principais indicadores de que o *boom* na América do Sul está no fim são: a desaceleração econômica e a reversão na tendência à valorização das moedas e da acumulação de reservas. Em 2013, os países da América Latina, excluindo o México, registraram, pela primeira vez desde 2002, perda na quantidade de reservas.²⁵ Nos seis anos anteriores, o aumento médio do volume de reservas havia sido de US\$ 65,7 bilhões. É interessante notar o contraste com o México, quando ficou praticamente inalterado o resultado absoluto em seu balanço de pagamentos: entre 2007 e 2012, a expansão média anual das reservas foi de US\$ 15,1 bilhões e, em 2013, foi de US\$ 13,2 bilhões.

Outra indicação de que o fim do *boom* foi suave é a ausência de sincronismo na desaceleração econômica dos países da América do Sul. Em alguns países, a desaceleração ocorreu em 2011 (Brasil); em outros, em 2012 (Uruguai e Argentina); alguns em 2013 (Venezuela); e outros, ainda, em 2014 (Chile e Peru). Na Bolívia, não houve desaceleração econômica; ao contrário, em todos os anos, depois de 2011, a taxa de crescimento econômico foi maior do que a média do período de 2003 a 2010. Na Colômbia e no Equador, a desaceleração foi pequena, e a economia continuou a crescer acima de 4% ao ano depois de 2012.

Tabela 5

**Taxa de crescimento do PIB dos países sul-americanos
(em % a.a.)**

País	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Argentina	9,0	8,9	9,2	8,4	8,0	3,1	0,1	9,1	8,6	0,9	2,9	(1,7)
Bolívia	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	6,1	3,4	4,1	5,2	5,2	6,8	5,2
Brasil*	1,2	5,7	3,2	4,0	6,0	5,0	(0,2)	7,6	3,9	1,8	2,7	0,2

(Continua)

²⁵ O FMI fornece apenas os dados de reservas do conjunto da América Latina e de alguns países, como o México.

(Continuação)

País	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chile	3,4	6,8	6,3	5,8	5,2	3,2	(1,0)	5,7	5,8	5,5	4,2	2,0
Colômbia	3,9	5,3	4,7	6,7	6,9	3,5	1,7	4,0	6,6	4,0	4,7	4,8
Equador	2,7	8,2	5,3	4,4	2,2	6,4	0,6	3,5	7,8	5,1	4,5	4,0
Paraguai	4,3	4,1	2,1	4,8	5,4	6,4	(4,0)	13,1	4,3	(1,2)	13,6	4,0
Peru	2,8	5,0	6,3	7,5	8,5	9,1	1,0	8,5	6,5	6,0	5,8	3,6
Uruguai	2,3	4,6	6,8	4,1	6,5	7,2	2,4	8,4	7,3	3,7	4,4	2,8
Venezuela	(7,8)	18,3	10,3	9,9	8,8	5,3	(3,2)	(1,5)	4,2	5,6	1,3	(3,0)

Fonte: FMI (2014) – World Economic Outlook Database Oct. 2014.

* Os dados do Brasil foram substituídos pela nova série do IBGE.

Em relação à variação da taxa de câmbio nominal médio no ano, os países também reverteram a tendência à valorização em anos distintos: em 2012 (Brasil e Uruguai) e em 2013 (Colômbia, Paraguai e Peru). Nos últimos anos, a moeda da Bolívia se manteve estável em relação ao dólar. E no Chile, apesar de a moeda ter iniciado a desvalorização em 2012, a desvalorização só foi significativa em 2014. Embora na Venezuela e na Argentina, por todo o período, a moeda se tenha desvalorizado nominalmente, essa desvalorização se acentuou, de modo significativo, em 2013 (Venezuela) e em 2014 (Argentina).

Do ponto de vista teórico, o fim do *boom* dos emergentes reintroduziu a discussão sobre a importância de estratégias nacionais de desenvolvimento *versus* condições sistêmicas para a aceleração do crescimento na periferia.²⁶ Durante o recente *boom*, o crescimento

²⁶ Medeiros (1997) argumentou que, a partir de 1985, criou-se um contexto de uma macroeconomia regional expansionista que fez com que os países do Sudeste e do Leste Asiático apresentassem generalizadamente alto crescimento econômico, independentemente da estratégia de desenvolvimento nacional. No período, países do Asean-4 (Malásia, Tailândia, Indonésia e Filipinas) registraram taxas de crescimento das exportações e do PIB próximas às da China. Contudo, a situação mudou, a partir de meados da década de 1990. E, principalmente depois da crise asiática, os países do Asean-4 não conseguiram retomar taxas elevadas de crescimento econômico, o que é uma evidência da importância da estratégia de desenvolvimento nacional para a sustentação do crescimento acelerado no longo prazo.

econômico foi generalizado, atingindo países com políticas e estruturas econômicas muito distintas, como Peru, Angola, Etiópia, Índia e Vietnã, o que pode fortalecer a ideia de que não era necessário haver uma estratégia nacional de desenvolvimento para o país obter crescimento econômico acelerado. Contudo, com o fim do *boom*, países que deixaram suas contas externas se deteriorarem tenderam a ser particularmente afetados pelas condições internacionais menos favoráveis.

O fim do *boom* dos países emergentes é sinalizado por dois eventos externos: a queda dos preços das matérias-primas e a “normalização” das condições monetárias nos EUA.

Quando, no fim de 2013, os EUA anunciaram a retirada gradual da compra de títulos, em um processo denominado de “*FED tapering*”, houve pressão no mercado de juros futuros, porque o FED se tornara o demandante fundamental de títulos públicos de longo prazo nos EUA. Mesmo antes do início da diminuição das compras de títulos, o anúncio de que isso aconteceria provocou um aumento significativo da taxa de juros de longo prazo nos EUA: a taxa de juros do título de dez anos passou de 1,8% ao ano, em média, em abril de 2013, para 2,9% ao ano, em dezembro daquele ano. Como seria esperado, o anúncio da normalização das condições monetárias teve significativo impacto sobre o mercado cambial nas economias emergentes. Mishra *et al.* (2014) fizeram um estudo empírico com dados diários de 21 mercados emergentes para verificar o impacto do anúncio e do início do *tapering* sobre o mercado cambial e de títulos dos países emergentes. O período analisado vai do anúncio do *tapering*, em maio de 2013, aos três primeiros meses do *tapering*, em março de 2014. O resultado revelou que o impacto da retirada dos estímulos monetários nos EUA variou bastante, de acordo com o nível da taxa de inflação e, principalmente, com os indicadores das contas externas, saldo em conta-corrente, reservas

internacionais, dívida denominada em moeda estrangeira e variação do saldo em conta-corrente. Os dois últimos fatores mostraram-se os mais importantes.

No entanto, ao contrário do que se poderia esperar, houve queda, e não aumento, da taxa de juros de longo prazo quando o FED restringiu o programa de compra de títulos. Em janeiro de 2015, a taxa de juros do título de dez anos foi, em média, de 2,0% ao ano. O motivo dessa contradição é que, no momento em que os EUA estavam anunciando o fim de seu *quantitative easing*, outros bancos centrais de países desenvolvidos estavam em processo de afrouxamento de sua política monetária. A mais importante ação nesse sentido foi realizada pelo banco central japonês (BoJ). Em abril de 2013, mês anterior àquele em que o FED anunciou o *tapering*, o BoJ estava iniciando seu próprio *quantitative easing*, no contexto de sua nova política econômica, que foi apelidada de Abenomics, em referência ao novo primeiro-ministro japonês, vencedor das eleições em dezembro de 2012. Desde então, em virtude do agressivo programa de compra de títulos públicos de longo prazo por parte do BoJ, o dólar valorizou, em termos nominais, 50% em relação ao iene. Atualmente, considerando o diferencial da taxa de inflação nos EUA e no Japão, a taxa de câmbio do Japão está tão desvalorizada, em termos reais, quanto estava na primeira metade da década de 1980, antes do Acordo de Plaza. As taxas de juros de longo prazo no Japão estão em um nível extremamente baixo. Keynes defendia que o piso para a taxa de juros de perpetuidades era de 2% ao ano, pois, caso houvesse um aumento de apenas 1% na taxa de juros, o investidor só recuperaria essa perda em 51 anos [Kregel (2000)]. Há mais de 12 meses, a taxa de juros dos títulos públicos de trinta anos do Japão vem-se mantendo significativamente abaixo desse valor.

No Leste da Ásia, a desvalorização do iene tem induzido uma guerra cambial que repercute na taxa de juros dos países [Roubini

(2014)]. A Coreia do Sul tem liderado esse processo de redução de taxa de juros e conseguiu reverter a tendência de valorização de sua moeda em relação ao dólar. A moeda chinesa também não está mais se valorizando e houve redução dos juros por causa da perspectiva de menor crescimento da economia no país. O autor também cita o afrouxamento da política monetária em outros países da região: Taiwan, Cingapura e Tailândia.

Em meio a uma forte crise dos países periféricos da Zona do Euro e com receio da deflação, o banco central europeu (ECB) adotou algumas providências:

- i) em junho de 2014, tornou a taxa de juros nominal de depósitos negativa;
- ii) reduziu a taxa de juros básica de 1,0% ao ano para 0,05% ao ano entre julho de 2013 e setembro de 2014;
- iii) iniciou o programa de compra de títulos de longo prazo dos países da Zona do Euro.

Desde o início do estabelecimento da taxa de juros negativa pelo ECB, o dólar já valorizou 20% em relação ao euro. Com pressão sobre suas moedas, no segundo semestre de 2014 dois bancos centrais europeus, o da Suíça e o da Dinamarca, que tinham suas moedas atreladas ao euro, também estabeleceram taxas de juros nominais negativas. Neste ano, a Suécia aderiu ao grupo de países com taxas de juros negativas. Com a combinação de afrouxamento monetário nos outros países desenvolvidos e a perspectiva de aumento na taxa de juros nos EUA, é generalizada a desvalorização da moeda dos outros países desenvolvidos em relação ao dólar americano.

Sob pena de sofrer uma significativa perda de competitividade no mercado mundial, o FED pode ser levado a adiar o aumento da taxa de juros [Roubini (2014)]. Diversos autores, como Saccommani (2015), denominam de “guerra cambial” essa competição entre bancos

centrais para desvalorizar – ou evitar a valorização – de sua moeda por meio de políticas monetárias não convencionais. O contexto mundial de forte queda dos preços das *commodities*, deflação em alguns países e baixa perspectiva de crescimento econômico, em um ambiente sem coordenação internacional, acirra a guerra cambial. Possivelmente, se a guerra cambial persistir, os bancos centrais terão de coordenar um aumento conjunto da taxa de juros, a fim de evitar a ocorrência de uma nova bolha de ativos.

O efeito disso sobre os países emergentes, em geral, e os latino-americanos, em particular, é a manutenção de baixo custo de emissão da dívida externa. Embora o risco-país médio dos mercados emergentes esteja maior do que o nível pré-crise, o custo médio de emissão da dívida externa desses países está um pouco menor do que naquele período, pois os juros futuros nos EUA caíram mais do que o risco-país dos mercados emergentes subiu. Em outubro de 2014, o Embi+ médio foi de 3,4 pontos percentuais, enquanto a taxa de juros de dez anos nos EUA ficou em 2,3% ao ano. Em 2007, esses valores eram, respectivamente, 1,8% e 4,5%. Deve-se ainda acrescentar que parte significativa do aumento do risco-país médio dos emergentes é resultado do forte aumento de alguns países específicos, como a Venezuela. Atualmente, a maioria das economias emergentes, como México e Peru, apresenta um custo de emissão de dívida externa de dez anos menor do que o do governo dos EUA em 2007 para títulos de mesmo prazo.

Em resumo, as taxas de juros de curto e longo prazo nos países desenvolvidos foram importantes para evitar a ocorrência de crises cambiais nos países subdesenvolvidos que não enfrentaram algum problema específico no financiamento externo. A entrada líquida de capitais para a América Latina continuou elevada. O problema foi que, mesmo com a reversão da tendência à valorização cambial e com a desaceleração econômica, o déficit em conta-corrente na América

Latina, principalmente na América do Sul, aumentou significativamente nos últimos anos. Dessa forma, o fim do *boom* deve ser explicado pela deterioração da conta-corrente na América do Sul, a qual ocorreu pela combinação da queda dos preços das matérias-primas e da deterioração dos indicadores estruturais das contas externas.

Até recentemente, os preços das matérias-primas vinham caindo aos poucos. Contudo, a partir do fim de 2013, a queda dos preços das *commodities* se acelerou. Entre dezembro de 2013 e janeiro de 2015, o índice de preços das *commodities*, excluindo o petróleo, caiu 13%, e o preço do barril do petróleo Brent caiu 55%. No entanto, deve-se acrescentar que a reversão da tendência de valorização cambial e a desaceleração da economia ocorreram antes do processo de queda mais rápida dos preços das matérias-primas. De qualquer forma, o mais importante – para os países latino-americanos exportadores líquidos de matérias-primas – é a reversão da tendência de alta nos preços. Em face do baixo dinamismo das exportações industriais e do já elevado déficit em conta-corrente, para manter o *boom* econômico nesses países, era necessária a manutenção da tendência de crescimento do preço das matérias-primas, e não apenas a manutenção em um patamar elevado. A perspectiva de continuação da trajetória de crescimento nos preços das matérias-primas é considerada bastante improvável, pois o sobrelucro dos produtores de matérias-primas por tempo prolongado provocou um grande volume de investimentos para a expansão da oferta desses países, havendo fortes indícios de redução no ritmo de expansão da demanda chinesa por esses bens.

O fator principal para o fim do *boom* nos países da América do Sul foi a deterioração dos indicadores de restrição externa: forte aumento da renda líquida enviada ao exterior, do déficit de manufaturados e de serviços. Quando os preços das matérias-primas batiam recordes, o superávit em *commodities* compensava parte

significativa dos déficits nas outras balanças da conta-corrente. A partir de 2011, isso deixou de ocorrer. De acordo com dados da OMC e do FMI, entre 2003 e 2011 o superávit das Américas do Sul e Central em matérias-primas aumentou de US\$ 83 bilhões para US\$ 298 bilhões; o déficit em manufaturados passou de US\$ 51 bilhões para US\$ 324 bilhões; o déficit em serviços aumentou de US\$ 2 bilhões para US\$ 40 bilhões; e a renda líquida enviada para o exterior passou de US\$ 23 bilhões para US\$ 86 bilhões.²⁷ Entre 2011 e 2013, todas essas balanças se deterioraram.

Conclusão

Entre 2003 e 2012, o crescimento das economias do mundo subdesenvolvido foi inédito não só pela taxa média, mas também por sua generalidade e por não ter vindo acompanhado de expansão nos países desenvolvidos.

Este trabalho propôs-se a entender o ciclo econômico da América Latina nos últimos 12 anos: (i) pela comparação com o *boom* econômico do conjunto dos países subdesenvolvidos; e (ii) pela divisão da América Latina em três sub-regiões.

O México foi um caso paradigmático de um país que contrariou os fatos estilizados desse *boom*: não houve ajuste da conta-corrente entre 1997 e 2002; antes e durante a maior parte do *boom*, as exportações mexicanas tiveram uma expansão bem menor do que a do restante do mundo subdesenvolvido; não houve aceleração do crescimento econômico; ao longo de todo o período, o México registrou déficit em conta-corrente; o peso mexicano desvalorizou durante o

²⁷ A OMC fornece os dados agregados da América do Sul e Central da balança de matérias-primas, de manufaturados e de serviços e o FMI da renda líquida enviada ao exterior da América Latina, o que inclui o México, como um todo.

boom e não houve piora dos indicadores externos do México a partir de meados dos anos 2000.

Na comparação com o conjunto dos países subdesenvolvidos, a América Central é um caso intermediário: houve aceleração na taxa de crescimento a partir de 2003, contudo, este continuou relativamente reduzido;²⁸ o déficit em conta-corrente permaneceu elevado; a região se beneficiou do *boom* dos emergentes, principalmente via maior disposição ao financiamento externo a países subdesenvolvidos.

O ciclo econômico da América do Sul se diferencia do *boom* do conjunto dos países subdesenvolvidos por duas características principais: (i) ter uma taxa de crescimento econômico menor; e (ii) ter experimentado um processo de distribuição de renda. Por outro lado, há importantes semelhanças nas causas e na cronologia entre o ciclo econômico da América do Sul e do conjunto dos subdesenvolvidos.

O ajuste na conta-corrente, induzido pelas crises cambiais do fim da década de 1990 e início de 2000, não somente antecedeu, mas também foi um fator fundamental para o *boom*. Os principais motivos que explicam o ajuste em conta-corrente ter sido grande, generalizado e se mantido alguns anos após a recuperação econômica são: a tendência de aumento da participação desses países nas exportações industriais; a ampliação do déficit em conta-corrente dos EUA; o forte aumento da demanda chinesa por matérias-primas e um círculo virtuoso de expansão do comércio e da economia mundial. Além disso, como observado por Frenkel e Rapetti (2011), a redução do risco-país não se restringiu a países com déficits em conta-corrente. Isso ocorreu porque: (i) em um período com elevado dinamismo do

²⁸ Mesmo no período de crescimento mais elevado, entre 2004 e 2011, a expansão da renda *per capita* da América Central foi inferior a 2% ao ano, se forem considerados os dados de população e de expansão do PIB de FMI (2014).

comércio mundial, é mais fácil reduzir o déficit em conta-corrente, quando for necessário, do que em um cenário de estagnação mundial; (ii) se um número limitado de países precisa realizar ajuste externo, é menor o risco de ter desvalorizações competitivas e crises econômicas regionais que prejudiquem o comércio regional e mundial e piores os termos de troca, como ocorreu na crise da dívida e durante a sequência de crise asiática, russa e brasileira.

A partir de 2011, há indicações de que o *boom* tenha chegado ao fim. Na América do Sul, os principais indicadores disso são: o surgimento dos primeiros déficits no balanço de pagamentos, a desaceleração do crescimento em quase todos os países da região entre 2011 e 2014 e a reversão da tendência à valorização do câmbio. A deterioração das condições econômicas na região não pode ser atribuída à retirada dos estímulos monetários dos EUA, porque a adoção de políticas monetárias não convencionais na Europa e no Japão impediu o aumento na taxa de juros de longo prazo nos países centrais. Dessa forma, defende-se que o fim do *boom* na América do Sul deve-se à combinação de aumento do déficit na balança de manufaturados, de serviços e de renda, ocorrido a partir de meados dos anos 2000, com a reversão na tendência de alta dos preços das matérias-primas, o que aconteceu depois de 2011.

Apesar de o diferencial de crescimento entre os países subdesenvolvidos e desenvolvidos ter diminuído significativamente desde 2012, as implicações geopolíticas, teóricas e econômicas desse *boom* continuam bastante relevantes. Em primeiro lugar, a participação dos países subdesenvolvidos no PIB mundial expandiu-se. Segundo FMI (2014), teria aumentado de 43% em 2000 para 57% em 2014. O aumento do poder econômico possivelmente significará, mais cedo ou mais tarde, maior poder político, militar e comercial.

Em segundo lugar, depois de dois séculos de ampliação da divergência de renda *per capita* dos países, o período na história

mundial de maior convergência entre esses dois grupos de países teria de levar a alguma reavaliação de teses da tendência inexorável à divergência de renda entre os países. Obviamente, por ser um processo novo e sujeito à reversão, qualquer reexame terá de ser muito cauteloso. De qualquer forma, o estudo desse fenômeno traz contribuições importantes a discussões teóricas em relação à possibilidade de desenvolvimento conjunto na periferia.

Em terceiro lugar, a tendência de longo prazo à deterioração dos termos de troca foi muito reavaliada, em virtude do que foi denominado de superciclo das matérias-primas. Por outro lado, o aumento significativo da participação dos países pobres no consumo e no comércio mundial de bens e serviços despertou o interesse de empresas, com implicações nos investimentos diretos externos e nos investimentos em desenvolvimento de novos mercados. Além disso, a possibilidade de valorização nominal, por um período prolongado, de moeda de países da periferia alterou a percepção de risco do investidor internacional.

No início dos anos 2000, muitos emergentes tinham um custo de emissão de dívida externa extremamente elevado, principalmente se analisado *a posteriori*. Assim, como crises podem produzir uma marca duradoura na formação de expectativa dos agentes, é provável que o atual custo também altere, de modo relativamente prolongado, a visão dos agentes em relação a uma parte da periferia.

Referências

AIZENMAN, J.; LEE, J. International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory, and Evidence. *Open Economy Review*, v. 11, p. 191-214, 2007.

AKYÜZ, Y. The *Boom* In Capital Flows To Developing Countries: Will It Go Bust Again? *Ekonomi-tek*, v. 1, n. 1, 2012.

BROWN, O.; GIBSON, J. *Boom or Bust: Developing countries' rough ride on the commodity price rollercoaster*. Out. 2006. Disponível em: <<http://www.iisd.org>>. Acesso em: 15 jan. 2015.

CALVO, G.; TALVI, E. Current Account Surplus in Latin America: Recipe against Capital Market Crises. RGE, 18 de maio de 2007. Disponível em: <<http://jpg.economonitor.com/blog/2007/05>>. Acesso em: 27 jan. 2015.

CEPAL – COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA E O CARIBE.

Panorama social da América Latina 2012. 2012. Documento informativo. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11362/1246>>. Acesso em: fev. 2015.

CHEUNG, C.; MORI, S. The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices. Bank of Canada, dez. 2007. *Working Paper 2007-55*.

CUNHA, A. M. Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods. *Revista de Economia Política*, v. 26, n. 4, p. 483-501, dez. 2006.

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries. 2004. *NBER Working Paper # 10332*.

FED – FEDERAL RESERVE SYSTEM. Selected Interest Rates (Daily) – H.15. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>>. Acesso em: fev 2015.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Data template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/topic.aspx>>. Acesso em: fev. 2014.

_____. *World Economic Outlook Database*. 2014. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>>. Acesso em: dez. 2014.

FRENKEL, R.; RAPETTI, M. *Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?*. Cepal, 2011. (Serie Macroeconomía del Desarrollo 116)

KREGEL, J. A. Krugman on the Liquidity Trap: Why Inflation Won't Bring Recovery in Japan. The Levy Economic Institute of Bard College, mar. 2000. *Working Paper 298*.

MECON – MINISTÉRIO DA ECONOMIA E FINANÇAS PÚBLICAS DA ARGENTINA. Informação Econômica al Día. Disponível em: <<http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>>. Acesso em: fev. 2015.

MEDEIROS, C. A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.

_____. Dependência financeira e ciclos econômicos na América Latina. In: SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. *Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

MEDEIROS, C. A.; SERRANO, F. Inserção externa, exportações e crescimento no Brasil. In: FIORI, J. L.; MEDEIROS, C. A. *Polarização mundial e crescimento*. Petrópolis: Vozes, 2001. p. 105-134.

MISHRA, P. *et al.* Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets. Jun. 2014. *IMF Working Paper 14/109*.

OBSTFLED, M.; ROGOFF, K. The Unsustainable US Current Account Revisited. NBER, Cambridge (MA), 2005. *NBER Working 10864*.

- OMC – ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DO COMÉRCIO. Time Series. Disponível em: <<http://stat.wto.org/StatisticalProgram/WSDDBStatProgramSeries.aspx?Language=E>>. Acesso em: dez. 2014.
- RESENDE, A. L. Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica. *Estudos Avançados*, v. 23, n. 65, 2009.
- ROUBINI, N. *The Return of Currency Wars*, 2014. Disponível em: <<http://www.project-syndicate.org/commentary/world-government-reliance-monetary-policy-by-nouriel-roubini-2014-12>>. Acesso em: 25 fev. 2015.
- SACCOMANNI, F. Monetary spillovers? Boom and bust? Currency wars? The international monetary system strikes back. In: BIS SPECIAL GOVERNORS' MEETING. Manila, 6 fev. 2015.
- SERRANO, F. Relações de poder e a política econômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. In: FIORI, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- SILVA, A. C. M. E. Norte-americanos, chineses e a alegria do mundo. *Boletim Política Econômica em Foco*, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, v. 4, 2004.
- TSOUNTA, E.; OSUEKE, A. I. What is Behind Latin America's Declining Income Inequality? Jul. 2014. *IMF Working Paper 14/124*.