

**HERBERT ESTEVÃO MARTINS**

**OS EFEITOS DA MORATÓRIA ARGENTINA EM 2001 SOBRE A ECONOMIA DO  
BRASIL NO PERÍODO ENTRE 2001-2003: UM ENFOQUE A PARTIR DA  
LITERATURA DE CONTÁGIO.**

**Monografia apresentada como requisito  
para obtenção do grau de bacharel do  
curso de Ciências Econômicas, Setor de  
Ciências Sociais Aplicadas, Universidade  
Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. José Guilherme  
Vieira**

**CURITIBA**

**2008**

## TERMO DE APROVAÇÃO

HERBERT ESTEVÃO MARTINS


OS EFEITOS DA MORATÓRIA ARGENTINA EM 2001 SOBRE A ECONOMIA DO  
BRASIL NO PERÍODO ENTRE 2001-2003: UM ENFOQUE A PARTIR DA  
LITERATURA DE CONTÁGIO.

Monografia apresentada como requisito para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora.

Orientador:



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Ciências Econômicas



Profª. Drª. Iara Vigo de Lima  
Departamento de Ciências Econômicas



Profª. Fernanda Helena Rodrigues da Costa  
Departamento de Ciências Econômicas

Curitiba, 17 de novembro de 2008.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – TRANSAÇÕES CORRENTES – BRASIL (1999–2003) .....	33
GRÁFICO 2 – BALANÇA COMERCIAL – BRASIL (1999–2003) .....	34
GRÁFICO 3 – SERVIÇOS E RENDAS - BRASIL (1999–2003) .....	36
GRÁFICO 4 – CONTA CAPITAL E FINANCEIRA – BRASIL (1999–2003).....	37
GRÁFICO 5 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO – BRASIL (1999–2003)...	38
GRÁFICO 6 – INVESTIMENTO EM CARTEIRA – BRASIL (1999–2003).....	40
GRÁFICO 7 – INVESTIMENTO BRASILEIRO E ESTRANGEIRO – BRASIL (1999– 2003).....	39
GRÁFICO 8 – RESERVAS INTERNACIONAS – BRASIL (1999–2003) .....	42
GRÁFICO 9 – RESERVAS INTERNACIONAS – BRASIL - ARGENTINA (1999– 2003).....	43
GRÁFICO 10 – RISCO PAÍS - BRASIL / ARGENTINA ( 1999–2003 ).....	44
GRÁFICO 11 – RISCO PAÍS - BRASIL (OUT/2001–ABR/2002) – Mensal. ....	45

## LISTA DE QUADRO

QUADRO 1 - BALANCETE ESTILIZADO DO BANCO CENTRAL.....	22
---	----

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - TABELA 1: BALANÇO DE PAGAMENTOS - BRASIL (1999-2003) .....	32
TABELA 2 - TABELA 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS – BRASIL – MENSAL ...	41

## LISTA DE SIGLAS

BACEN: Banco Central do Brasil

TC: Soma do saldo de transações correntes

K: Entrada líquida de capitais

BP: Balanço de pagamentos

$\Delta R$ : variação das reservas

B: Base monetária

RNM: Recursos não monetários

R: Reservas internacionais

CD: Crédito doméstico

BCRA: Banco Central da Argentina

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	8
<b>2 REFERÊNCIAL TEÓRICO</b> .....	10
2.1 <b>MODELOS DE CRISES CAMBIAIS</b> .....	10
2.1.1 Modelo de Primeira Geração.....	11
2.1.2 Modelo de Segunda Geração.....	14
2.1.3 Modelo de Terceira Geração.....	15
<b>3 REFERENCIAL ANALÍTICO</b> .....	20
3.1 Reservas Internacionais .....	20
3.2 Reservas Internacionais e o Balanço de Pagamentos .....	21
3.3 Risco País .....	23
<b>4 ARGENTINA</b> .....	26
4.1 Plano Cavallo .....	26
4.2 Declínio Econômico.....	28
4.3 Moratória da Dívida Externa.....	29
<b>5 ANÁLISE DOS FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DO BRASIL</b> .....	31
5.1 Balança de Pagamentos .....	31
5.1.1 Transações Correntes .....	33
5.1.1.1 Balança Comercial .....	34
5.1.1.2 Serviços e Rendas .....	35
5.1.2 Conta Capital e Financeira .....	36
5.1.2.1 Investimento Estrangeiro Direto .....	37
5.1.2.2 Investimento em Carteira .....	38
5.2 Reservas Internacionais .....	40
5.3.Risco País .....	44
<b>6 CONCLUSÃO</b> .....	46
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	48

## 1 INTRODUÇÃO

O sistema financeiro internacional tem padecido nas últimas duas décadas com diversas crises financeiras, diferentes países, assim como o Brasil, tiveram suas economias comprometidas por estas crises, principalmente pelo fluxo constante e crescente de capitais internacionais em busca de investimentos mais lucrativos em países em desenvolvimento, neste sentido a liberalização de circulação de capitais intensificou sobremaneira os fluxos financeiros internacionais. De acordo com Farhi (2001), “no início dos anos 1990, alguns apontavam o caráter benéfico desses fluxos que se dirigiam para as economias periféricas”. Contudo a partir de meados da década, a crise do México já confirmava o potencial destruidor das constantes evasões de capitais que configuravam ataques especulativos contra as moedas das economias recipientes, agravando suas agudas restrições externas.

As crises nos mercados emergentes se acentuaram a partir de 1997 com a crise experimentada por alguns países do Sudeste Asiático, Rússia e Brasil, quando estes países foram atingidos por uma série de ataques especulativos que jogaram por terra as suas moedas domésticas, de acordo com Curado (2004, pag. 56), “a seqüência de crises recentes como decorrência de problemas de contágio”.

O Brasil tem um histórico de alta volatilidade de sua economia para com a ocorrência de crises financeiras internacionais, neste contexto nas últimas décadas, na ocorrência de uma crise financeira internacional ou mesmo uma crise isolada em um país em desenvolvimento, este fato seria dado como certo para que o Brasil tivesse a sua economia seriamente comprometida.

A presente monografia tem como objetivo de estudo analisar se a crise enfrentada pela Argentina em 2001, com a decretação da moratória da sua dívida externa, obteve efeitos de contágio sobre a economia brasileira, de acordo com a teoria econômica de terceira geração, a qual elucida a ocorrência da crise financeira ao acontecimento de uma crise cambial influenciada pelo contágio entre economias. Para alcançar este objetivo, o estudo será guiado pela Teoria Econômica através de uma análise dos fundamentos econômicos brasileiros antes e após a moratória da dívida externa Argentina e também a apresentação do quadro histórico que originou a motivação da decretação da moratória Argentina, para assim sendo investigar seguindo os princípios da teoria, a ocorrência ou não do contágio.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira: o primeiro capítulo será a introdução; o segundo mostrará a referencial teórico sobre as três gerações de crises cambiais, terceiro capítulo refere-se ao referencial analítico sobre o estudo dos fundamentos econômicos do Brasil, no quarto capítulo refere-se ao quadro histórico que levou a argentina a decretar a moratória de sua dívida externa; o quinto capítulo será realizado uma análise dos fundamentos econômicos do Brasil, e o sexto e último capítulo, a conclusão deste trabalho.

## 2 REFERÊNCIAL TEÓRICO

### 2.1 OS MODELOS DE CRISES CAMBIAIS

Embora nas últimas duas décadas tenham ocorrido diversas crises cambiais em vários países, a construção de modelos teóricos formais para analisar este problema é relativamente atual. Como nos últimos anos da década de 1980 não ocorreram crises cambiais, houve uma indução a um baixo interesse por este tipo de literatura, mas recentemente o acontecimento de novas crises cambiais deu um novo florescimento para a literatura sobre crises cambiais:

Nos anos 1990, a manutenção de elevados estoques de reservas e o advento das crises cambiais do sistema monetário europeu, do México e da Ásia, reavivaram o interesse na discussão das reservas internacionais. Isso ocorreu em conjunto com o ressurgimento da literatura sobre crises cambiais, cuja "primeira geração" de modelos, instituída por Krugman (1979) e Flood e Garber (1984), ressaltava o papel das reservas como mecanismo de adiar crises. A partir dos modelos de crises cambiais de "segunda geração", inaugurados por Obstfeld (1994), e de "terceira geração", exemplificados por Furman e Stiglitz (1998), as reservas ganharam papel ainda mais destacado na prevenção e mitigação dos custos de fugas de capitais. (CAVALCANTI & VONBUN, 2007, Pag. 12):

Neste capítulo serão apresentados os conceitos de crises cambiais, tomando como base as três gerações da teoria de crises cambiais, na primeira seção será apresentada a teoria de primeira geração desenvolvida por Krugman (1979)<sup>1</sup>, na segunda seção será apresentada a teoria de segunda geração, que foi um aprimoramento realizado por Obstfeld (1994)<sup>2</sup> a partir teoria de primeira geração, na última seção será apresentada a teoria de terceira geração, tida como a teoria mais

---

<sup>1</sup> Krugman, P. A Model of Balance of Payment Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, n. 11, p.311-25.

<sup>2</sup> Obstfeld, M. The Logic of Currency Crises. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n.4640, February, 1994

recente, apresentada por Corsetti, Pesenti & Roubini (1998)<sup>3</sup> e Calvo e Mendoza (2000)<sup>4</sup>.

A principal teoria de terceira geração será a principal teoria utilizada neste trabalho, uma vez que, institui a ocorrência de crises cambiais pautadas com problemas de “contágio”, que é o que este trabalho tem por objetivo.

### 2.1.1 Modelo de Primeira Geração

Os primeiros trabalhos sobre crises cambiais idealizados para elucidar ataques especulativos e crises cambiais foram desenvolvidos por Krugman (1979) e Flood & Garber (1984)<sup>5</sup>, porém estes trabalhos foram adequações para o mercado de câmbio, provenientes da teoria sobre ataques especulativos elaborada por Salant & Henderson (1978)<sup>6</sup>, segundo Miranda (2007):

Salant e Henderson estudaram o comportamento dos preços de bens exauríveis, dos quais o exemplo mais notório é o ouro, quando o governo mantém estoques próprios e intervém no mercado. Duas situações são consideradas: preço livre e preço fixo. Na primeira situação o governo realiza leilões eventuais do bem, enquanto os agentes do mercado procuram antecipar o momento em que elas irão acontecer. Na segunda, que é aquela que corresponde ao regime de taxa de câmbio fixa, o governo anuncia que utilizará seus estoques de ouro para controlar o preço do metal a um nível pré-determinado. O preço é inicialmente constante, pois o governo utiliza seus estoques para evitar variações de preço e os agentes privados vendem todos os seus estoques em excesso à demanda para o governo ao preço fixado porque a lucratividade desses estoques torna-se nula. Eventualmente o preço do mercado atingiria nível superior ao preço fixado pelo governo. Essa situação cria a oportunidade de lucro para o investidor que adquirisse a totalidade do estoque do governo, dessa forma eliminando o controle de preços, e revendendo esse estoque pelo preço de mercado resultante. O ataque especulativo é resultado do comportamento racional dos investidores concorrendo por essa oportunidade de lucro.

---

<sup>3</sup> Corsetti, G, Pesenti, P. & Roubini, N. What Caused the Asian Currency and Financial Crisis. National Bureau of Economic Research Working Papers, n. 6833, decemterm, 1998.

<sup>4</sup> Calvo, G & Mendoza, E.G. Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, 2000.

<sup>5</sup> Flood, R. & Garber, P.M. Collapsing Exchange Rates Regimes: Some Linear Examples. Journal of International Economics, n.17, p.1-13, Ago. 1984,

<sup>6</sup> Salant, Stephen W.; Dale W. Henderson. 1978. Market anticipations of government policies and the price of gold. Journal of Policies Economy 86(4): 627-648. The Uniservity of Chicago.

No modelo original de Krugman (1979), também conhecido como modelo de primeira geração ou modelo canônico, a interpretação de Salant e Henderson (1978) para o bem exaurível e o consumo crescente de ouro é substituído pela moeda estrangeira e déficit fiscal.

De acordo com Curado (2001, pag. 16), “no modelo de Krugman a ocorrência de um ataque especulativo contra uma moeda é derivada das alterações na composição do portfólio dos agentes, os quais elevam a participação da moeda estrangeira no total de sua riqueza em detrimento da participação da moeda local”. Esta mudança é fruto da alteração nos ganhos esperados, quando o governo torna-se inabilitado de defender sua moeda. Neste sentido, o modelo de Krugman exemplifica sete hipóteses que sintetizam a teoria do modelo de primeira geração:

1 - É vigente a paridade do Poder de Compra (PPC), o que garante que os preços domésticos são iguais aos preços externos, ajustados pela taxa de câmbio; 2 - Há perfeita flexibilidade de preços e salários, o que garante a manutenção do pleno emprego dos fatores, no longo prazo; 3 - Os agentes domésticos podem alocar sua riqueza em moeda local e estrangeira. A demanda por ativos domésticos reais é uma função inversa da taxa de inflação, há uma relação estável entre a proporção total de ativos domésticos e estrangeiros no total da riqueza; 4 - O nível de preços é uma função direta da oferta monetária, ou seja, utiliza-se a hipótese de vigência de uma relação estável entre o preço e a oferta de moeda expressa pela Teoria Quantitativa; 5 - O governo financia seus déficits através da emissão monetária. Os excessos de moeda doméstica são trocados – no regime de câmbio fixo – por moeda estrangeira a paridade vigente; 6 - Há previsibilidade perfeita na formação das expectativas sobre a taxa de inflação; 7 - A presença de um déficit público implica, necessariamente, uma elevação da oferta monetária. (CURADO, 2001, pag. 15).

No modelo de primeira geração, Krugman analisa os efeitos dos regimes de taxa de câmbio, sob um regime de câmbio fixo, a poupança privada e o déficit público irão determinar o nível de reservas internacionais, ou seja, o financiamento do déficit público é realizado com a contínua emissão de moeda, o que implica diretamente em uma elevação geral dos preços na economia e tem como consequência uma redução das reservas cambiais do país. Segundo Curado (2001, pag. 16), “a elevação da oferta monetária implica numa elevação dos preços que imediatamente, é refletida na taxa de inflação esperada, reduzindo, portanto a demanda por moeda local, elevando a demanda por moeda estrangeira”.

Neste contexto, os agentes, antecipando a queda das reservas cambiais e conseqüente desvalorização cambial, concluem que para defender-se de prejuízos decorrentes da alteração no câmbio, a melhor alternativa é atacar o câmbio. De acordo com Schwartzman (1999, pag. 8), “os investidores racionais atacariam as reservas um pouco antes de estas chegarem a zero, levando o cambio a flutuar”. No entanto isto também seria antecipado, e investidores atacariam pouco antes deste momento, segundo Curado (2001, pag. 17), “torna-se previsível para os agentes econômicos que a manutenção do regime de cambio fixo é impossível, dada a existência de um montante limitado”.

Este contexto também exposto por Salant e Henderson (1978 citado por Miranda, 2007), “a crise cambial decorre da antecipação desses eventos pelo setor privado. Para evitar a perda de patrimônio, o setor privado se antecipa à mudança de regime cambial e compra moeda estrangeira do governo, ocasionando o ataque especulativo”:

[...] A crise cambial é fruto de problemas na gestão de política macroeconômica. [...] o fator-chave para a explicação do ataque especulativo é a ampliação do crédito doméstico relacionada à monetização de crescentes déficits fiscais. A expansão monetária gera uma expectativa de ampliação da inflação doméstica. É justamente esta expectativa, num contexto de fixação da taxa de câmbio pela Autoridade Monetária, que desencadeia o ataque especulativo. Os agentes percebem que a manutenção da moeda local vis-à-vis à moeda estrangeira acarreta numa perda de valor relativo. A forma racional de defender-se desta perda dá-se por meio da troca de moeda doméstica por moeda estrangeira. (CURADO, 2004, pag. 517)

Uma critica o qual Curado (2001, pag. 16) pôde constatar no modelo de primeira geração, “refere-se à diferença de comportamento e capacidade de absorção de informações entre os agentes econômicos que atuam no mercado cambial e o governo”. O governo irá aumentar a oferta monetária numa maneira automática como forma de financiar o déficit público, que no final o efeito terá por conseqüência, a diminuição das reservas cambiais.

### 2.1.2 Os Modelos de Segunda Geração

No modelo de primeira geração, o governo fragiliza sua situação econômica com a contínua emissão de moeda para financiar o déficit fiscal e como consequência tem suas reservas cambiais diminuídas, o que ocasiona um ataque especulativo.

O modelo de segunda geração em geral acompanha as mesmas características do modelo de primeira geração, porém se diferencia por sugerir que a ocorrência de crises financeiras é uma escolha do governo.

O modelo de segunda geração desenvolvido por Obstfeld (1994) divide-se em duas variantes, segundo Curado (2001, pag. 23), “na primeira variante a geração de ataques especulativos se deriva do crescimento com os custos do serviço da dívida pública e o concomitante “enfraquecimento” do equilíbrio fiscal da economia”, ou seja, a abordagem do governo para com uma possível crise é avaliar se o custo para manter o valor da moeda é socialmente vantajoso, segundo Curado (2001, pag. 27), “a crise é derivada de uma antecipação por parte dos agentes econômicos de que os custos de defesa da moeda superam seu benefício social, tendo em vista um enfraquecimento dos indicadores macroeconômicos ou uma alteração auto-sustentada das expectativas dos agentes”.

Na segunda variante, Curado (2001, pag. 26), aponta para “a perda de competitividade externa e elevação das taxas de desemprego explicam o fenômeno.” Como a estrutura da receita governamental é obtida no mercado financeiro (em moeda local e/ou moeda estrangeira) as obrigações do governo na mesma medida acabam sendo também composta pelo total da dívida (interna e externa), então a igualdade entre as receitas e despesas acabam por definir a restrição fiscal do governo. A partir da restrição fiscal do governo, a preocupação acaba por se consistir entre duas variantes, a variação dos impostos e a variação dos preços, como por hipótese, a variação dos preços é semelhante à variação cambial, o governo passa a ter por objetivo, o controle da variação cambial.

Segundo Curado (2001, pag. 26), “o modelo demonstra a inviabilidade da manutenção de um regime de cambio fixo onde o custo desta política é crescente, o abandono do regime pelo governo será tanto mais rápido quanto maior seu grau de endividamento”.

### 2.1.3 Os Modelos de Terceira Geração

O modelo de terceira geração que será utilizado neste trabalho terá como base, o modelo proposto por Corsetti, Pesenti & Roubini (1998) e o trabalho de Calvo & Mendoza (2000).

Segundo Curado (2004, pag. 519), “os modelos de terceira geração partem da hipótese da existência de assimetria na distribuição de informações nos mercados financeiros – negando, portanto, a hipótese de mercados eficientes – e associam, em sua grande maioria, a ocorrência da crise cambial à verificação de uma crise financeira”.

No modelo de terceira geração são incorporados alguns aspectos não considerados em outros modelos, como os movimentos em manada, característicos para com mercados instáveis em períodos de crises financeiras, como descritas por Curado (2004, pag. 519), “esta literatura salienta que o fato de alguns agentes saberem mais do que outros gera diversos comportamentos, os quais, até então, não se encontravam contemplados pela literatura econômica, tais como a possibilidade de seleção adversa<sup>7</sup>, risco moral<sup>8</sup> e comportamento de manada<sup>9</sup> nos mercados financeiros”. Estes elementos passam a ser incorporados como fatores decisivos na explicação dos ataques especulativos recentes.

O modelo de Corsetti, Pesenti & Roubini (1998), desenvolvido a partir da literatura que estuda os motivos da crise dos países asiáticos em 1997, usa da mesma forma a proposição que a crise cambial é proveniente de uma crise financeira.

A análise do modelo revela que a ocorrência da crise se dá a partir de uma exposição da economia com relação à dívida dos agentes internos versus o nível de

---

<sup>7</sup> Seleção Adversa é um fenômeno de informação assimétrica que ocorre quando os compradores selecionam de maneira incorreta determinados bens e serviços no mercado.

<sup>8</sup> Risco moral, ou *moral hazard*, em inglês, corresponde ao comportamento de uma pessoa ou agente econômico que, ao receber determinado tipo de cobertura ou seguro para suas ações, diminui os cuidados correspondentes a essas ações.

<sup>9</sup> Comportamento de Manada diz que quando uma grande parcela dos agentes econômicos que estão compartilhando de um dado mercado não possuem as informações válidas para a tomada de decisão - como as que são tomadas no mercado de ações, no mercado cambial, no mercado de crédito, por exemplo - os agentes resolvem tomar as mesmas decisões que são feitas pela maioria dos outros agentes.

reservas cambiais do país, segundo Curado (2004, pag. 48), “uma parcela dos agentes domésticos se beneficia do acesso total ao mercado de ativos, enquanto a parcela restante não possui ativos. A elite toma empréstimos no exterior e vende capital para as firmas do país”.

O estoque de capital da nação é suposto ser inteiramente financiado por empréstimos externos. Neste contexto, caso o crescente endividamento dos agentes alcance um nível próximo ao estoque de reservas cambiais do país, o processo pode ser interrompido caso os agentes financiadores externos decidam não mais financiar os agentes internos, como exemplifica Curado (2004, pag. 48), “se o estoque de dívidas contraídas pela elite for superior ao seu estoque de capital a viabilidade da economia passa a depender da aceitação por credores externos da rolagem dessas dívidas, permitindo, assim, que a elite continue tomando empréstimos acima de seu estoque de capital”. Uma crise financeira ocorre se os credores internacionais não permitirem, em algum momento do tempo, esse excesso de endividamento sobre o estoque de capital. Neste contexto, a crise é iniciada a partir de duas hipóteses:

1 - Os agentes presumem a existência de garantias públicas para os empréstimos, de tal forma que estes são considerados implicitamente seguros contra situações adversas. Os agentes incorporam no cálculo econômico o recebimento de uma transferência de recursos do governo para as firmas sempre que ocorrer algum choque negativo na economia. Nesse contexto, as firmas não terão incentivo para contabilizar suas perdas e ajustar o estoque de capital ao nível ótimo. Pelo contrário, as firmas estarão sempre engajadas no refinanciamento de suas perdas através do aumento de volume de empréstimos externos.

2 - Os credores externos desejam refinaranciar as firmas domésticas até o ponto em que os colaterais possuídos pelo país permaneçam acima de um nível mínimo, expresso como uma fração do estoque de dívida, hipótese que os autores batizam como “show me the money constraint” (CURADO, 2004, pag. 35).

A partir deste momento, a ocorrência de uma crise cambial é apenas uma questão de tempo, pois caso a dívida externa privada do país ultrapasse o mínimo exigido como seguro pelos agentes credores internacionais pode ocorrer suspensão de novos empréstimos, que conforme exemplificados na teoria de primeira geração também, os agentes percebendo uma possível situação de falta de liquidez na economia acarretam um ataque especulativo contra a moeda nacional, que tem como consequência uma crise cambial.

Outra linha de pesquisa do modelo de terceira geração tem relação com o contágio entre economias, a literatura sobre contágio, apesar de atual, dá certas respostas para explicar algumas crises cambiais recentes, como a do México<sup>10</sup> em 1994, Asiática<sup>11</sup> em 1997, Rússia<sup>12</sup> em 1998 e Brasil<sup>13</sup> em 1999.

Porém inicialmente é indispensável atribuir um significado mais formal do que se entende por contágio.

Uma definição comum pondera que houve contágio se ocorreu uma mudança na força de proliferação dos choques entre países. Uma definição alternativa agrega contágio aos choques que são transmitidos de um país para o outro que não possam ser explicados pelos fundamentos econômicos ou financeiros, outra definição pode ser atribuída a Miranda (2002, pag. 3), “o contágio consiste na ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos simultaneamente ou seqüencialmente em diversos países”.

No estudo sobre contágio, será utilizado o trabalho sobre informação incompleta e contágio de Calvo & Mendoza (2000). Calvo e Mendoza apresentam um modelo, cujo principal motivo para o contágio entre economias é atribuído a informação incompleta, o modelo revela segundo Miranda (2007, pag. 2-34), “que investidores transferem seu capital entre países, o retorno do investidor sobre o custo de aquisição de informações sobre a economia de cada país em particular decresce com o aumento do número de países”.

---

<sup>10</sup> A crise mexicana em 1994-95 deveu-se à saída dos capitais especulativos, reduzindo de maneira rápida e drástica as reservas de dólares do país, o que provocou instabilidade em suas contas externas e acentuada desvalorização da moeda nacional.

<sup>11</sup> Segundo Canuto (2000), a crise teve início em 1997, com a desvalorização do baht, moeda tailandesa, passaria a flutuar ao que se seguiu sua desvalorização imediata em 15%. [...] em menos de 2 meses, Filipinas, Malásia e Indonésia desistiram da defesa de suas moedas também sofrendo depreciações substantivas [...] a Coreia do Sul o último estágio da crise em 1997, com uma queda de 25% no valor de sua moeda, a qual abriu nova onda de desvalorizações em massa. De junho a dezembro de 1997, Indonésia depreciou sua moeda em mais de 140%, a Tailândia e Coreia tiveram quedas acima de 80%, a Malásia e o peso filipino se desvalorizaram em torno de 50%.

<sup>12</sup> Com o advento da crise asiática, o preço das commodities caiu em todo o mundo, como a Rússia tinha em sua economia uma larga dependência da exportação de commodities, como gás natural e petróleo, foi obrigada a declarar moratória de sua dívida externa privada de curto prazo, que já alcançava a faixa de US\$ 40 bilhões.

<sup>13</sup> Segundo Murta et. al. (2003), “a crise do Brasil em 1999 pode ser considerada como a junção de alguns aspectos, como a deterioração dos fundamentos macroeconômicos mostrou a fragilidade do regime cambial no período e levado ao seu eventual colapso em 1999. Eventos externos colaboraram para tanto, em particular a crise do México, Asiática e da Rússia, que acabaram por gerar uma crise de confiança no mercado sobre a credibilidade dos países emergentes, conduzindo a uma fuga de capitais da economia brasileira, que provocou a desvalorização do Real em 1999.

Para um número suficiente grande de países, o número de investidores bem informados sobre um determinado país diminui significativamente, permitindo o comportamento de manada dos investidores em relação a seus investimentos em cada país em particular, neste mesmo contexto conforme Curado (2001, pag. 46), “a informação incompleta pode produzir um equilíbrio no qual o incentivo para o contágio cresce proporcionalmente à ampliação dos mercados de capitais”.

Dada a volatilidade do mercado e a dinâmica que tomou conta das transações de capital entre países, principalmente para países emergentes<sup>14</sup>, onde a remuneração do capital supera os riscos embutidos nele, o capital migra de um país para outro ao menor sinal de problemas futuros, ou mesmo por ocasião do surgimento de um rumor, segundo Curado (2004, pag. 57), “uma das explicações para este fenômeno encontra-se na hipótese de que há um custo fixo para se obter e processar informações de um país específico”. Ainda mais, se o ambiente institucional impuser restrições às transações no mercado financeiro de curto prazo, o ganho de utilidade por pagar para adquirir a informação de um país específico tende a cair na medida em que cresça o número de países onde a riqueza pode ser investida.

Com o crescente aumento no número de países emergentes onde há a livre entrada e saída de capital<sup>15</sup>, pagar o custo pela informação torna-se demasiadamente alto tendo em vista o custo para obtenção da informação e conseguinte processamento da mesma para a verificação da procedência do rumor, com isso a ocorrência de uma crise cambial motivado por rumores torna-se cada vez mais comum, de acordo com Curado (2004, pag. 59), “o surgimento de um rumor contra um país poderá gerar uma fuga de capitais desta economia (crise cambial), tendo em vista ser mais vantajoso para o investidor alocar seu portfólio em outra economia do que pagar para obter as informações específicas sobre o país, ou seja, verificar a veracidade do rumor”.

---

<sup>14</sup> De acordo com Leal e Rêgo (1997, pag. 1); A remoção de barreiras ao investimento estrangeiro é uma tendência entre os mercados emergentes. Tornar mais fácil a entrada e saída de recursos, permitir o acesso a todas ou certas classes de ações, facilitar a emissão e negociação de ações no exterior e regular a atuação de investidores institucionais e de instituições financeiras nos diversos mercados domésticos fazem parte do elenco de medidas usuais.

<sup>15</sup> Segundo Claessens e Rhee (1994, citado por Leal e Rêgo, 1997), “os chamados países emergentes têm passado nos últimos anos por um processo de abertura e de ajustes econômicos que tornou-os mais acessíveis e atraentes ao investimento estrangeiro”.

Nesta situação, onde não há vantagem em se obter a informação, mas mesmo assim, existirão agentes financeiros que terão acesso a informações privilegiadas, então os agentes que não pagam para obter a informação, mas tem conhecimento de quem são os que a possuem, tenderam a segui-los, segundo Curado (2004, pag. 45), “a ocorrência de assimetria de informações fará com que os agentes menos informados sigam as decisões de outros que considerem mais bem informados, comportamento este que ficou consagrado na literatura como comportamento de manada”.

O estudo de Calvo & Mendoza (2000), mostra que com uma variedade grande de países onde se possa investir o capital e também com a livre circulação de capital, a ocorrência de contágio entre economias advém da falta de incentivos dos agentes financeiros para a obtenção de informações privativas de cada país em específico, considerando vários países aparentemente em conjunturas econômicas semelhantes a outros atingidos por crise cambial a possibilidade do capital migrar de uma economia fragilizada para outra economia forte é grande, como também a possibilidade desta migração voraz do capital acabar por ocasionar crises cambiais nos países com uma economia fragilizada.

Neste sentido, o caráter surpresa da crise é o fator chave para a ocorrência do contágio, como evidenciado por Assis (2004, pag. 16), no estudo sobre a crise asiática, “o caráter aleatório da crise asiática foi evidenciado pela completa ausência de sinais de alerta dos mercados financeiros”. Neste mesmo contexto Assis (2004, pag. 18), “a tese da aleatoriedade usada nos modelos da terceira geração tem uma grande aceitação devido ao fenômeno do contágio, em que o nervosismo criado pela crise em um país deflagra uma corrida auto-realizável contra a moeda de outro, ainda que entre eles haja reduzidas ligações econômicas”.

Assis (2004, pag. 18), defende que as crises de contágio estão sistematicamente relacionadas aos fracos fundamentos macroeconômicos, medidos pelas vulnerabilidades externa e doméstica, e aos baixos níveis de reservas internacionais.

A crise em um país induz os investidores estrangeiros a reavaliarem as vulnerabilidades deste país e, se a economia do país for considerada frágil, a retirarem seus capitais antes que a esperada depreciação da moeda resulte em perdas de capital. Além disso, a vulnerabilidade do país estimula os especuladores a atacarem a moeda para obter lucros, causando uma corrida que intensifica a crise.

### 3 REFERÊNCIAL ANALÍTICO

Para que seja possível verificar se a decretação da moratória da dívida externa Argentina teve efeito de contágio sobre economia do Brasil, ou seja, verificar se houve contágio na economia brasileira no período após 2001, será indispensável analisar três variáveis da economia Brasileira, o quadro do Balanço de Pagamentos, Reservas Cambiais e o Risco-Brasil.

#### 3.1 RESERVAS INTERNACIONAIS

A forma que vários países encontraram para manter suas economias sólidas e imunes a crises financeiras advindas da fuga de capitais foi acumular reservas internacionais, segundo Aizenman & Lee<sup>16</sup> (2007, citado por Vonbun, 2008), “o papel clássico das reservas internacionais é o de garantir uma determinada cotação ou uma banda cambial. Contudo, historicamente, países com câmbio flutuante continuaram a acumular reservas cambiais, fato que permanece nos dias atuais”.

A razão disso é que as reservas internacionais são úteis para evitar e/ou mitigar os custos de crises, como “paradas súbitas” (*sudden stops*), defaults e mesmo crises cambiais.

Elas também podem ser usadas em regimes de flutuação suja – em que o Banco Central do Brasil (BACEN) “administra” as taxas de câmbio para reduzir sua volatilidade ou para tentar influenciar sua cotação – relacionados ao que Calvo e Reinhart (2002) chamaram de “medo de flutuar” (*fear of floating*), em que as reservas também têm o papel de facilitar uma volta atrás na decisão de liberalizar o câmbio. (VONBUN, 2008, pag. 56)

Além disso, a liquidez internacional também pode representar uma aplicação temporária de recursos que virão a ser utilizados para o pagamento de obrigações a vencer.

---

<sup>16</sup> Aizenman J.; Lee, J. Financial versus monetary mercantilism-long-run view of large international reserves hoarding. Artigo apresentado no 12º Encontro do LACEA. Bogotá, outubro de 2007, 25p.

De acordo com a definição do Banco Central, “as Reservas Internacionais brutas compreendem ativos externos prontamente disponíveis, sob controle do Banco Central, cuja principal função é o financiamento de desequilíbrios no balanço de pagamentos ou a regulação da magnitude desses desequilíbrios, pelo ajuste do nível da taxa de câmbio mediante intervenção no mercado de câmbio”:

As reservas internacionais no Banco Central são constituídas por ouro monetário, DES e ativos em moeda estrangeira, representados por depósitos (*overnight*, acordo de recompra no FED, prazo fixo), títulos, títulos de exportação (até outubro de 2000), créditos cedidos a outros países (até fevereiro de 2001) e créditos cursados em acordo de convênio. A posição de reserva no FMI também é computada nas reservas no Banco Central. (BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN), 2008).

Os Bancos Centrais são responsáveis pelas reservas internacionais de um país, e detentores de grande parte delas. No Brasil a função de depositário das reservas internacionais foi conferida ao Banco Central do Brasil pela Lei nº 4595, de 31 de dezembro de 1964, e em 18 de dezembro de 1990 foi definido pela Resolução nº 82 o piso de reservas internacionais, que deve ser de no mínimo quatro vezes a média de importações dos últimos doze meses.

### 3.2 RESERVAS INTERNACIONAIS E O BALANÇO DE PAGAMENTOS

“Sempre que o Banco Central usar suas reservas para intervir no mercado de câmbio estará sendo estabelecida uma conexão entre o balanço de pagamentos e a oferta monetária doméstica”. (CARVALHO, 2000, pag. 431).

Pois, quando o Banco Central compra moeda estrangeira, ele a paga com moeda doméstica, expandindo a base monetária devido à colocação de moeda em circulação, e quando vende moeda estrangeira, o Banco Central recebe em moeda doméstica, retirando moeda de circulação e contraindo a base monetária.

De acordo com Carvalho, à soma do saldo de transações correntes (TC) e da entrada líquida de capitais (K) na economia, correspondem ao saldo global do balanço de pagamentos (BP) que é igual à variação das reservas ( $\Delta R$ ), conforme a equação (1):

$$\Delta R = BP = TC + K \quad (1)$$

“Em um regime de câmbio fixo, as reservas variam passivamente para compensar qualquer desequilíbrio entre oferta e demanda de divisas. Já num regime de câmbio flutuante puro, o Banco Central não usa reservas para intervir no mercado de câmbio, desta forma o resultado global do balanço de pagamentos é zero.” (CARVALHO, 2000, pag. 432).

A relação entre o mercado de câmbio e o mercado monetário, pode ser exemplificada por meio da análise do balancete do Banco Central, conforme quadro 1. As contas do passivo correspondem às fontes de recursos a disposição do BACEN, e estão agrupadas em duas categorias: a base monetária (B), que corresponde à criação primária de moeda pelo BACEN, e os recursos não monetários (RNM), que englobam os empréstimos tomados pelo BACEN no país e no exterior. As contas do ativo compreendem as aplicações dos recursos do passivo, e estão divididas em duas categorias: compra de moeda estrangeira (reservas internacionais, R R\$) e como crédito doméstico (CD), que pode ser para o próprio governo, ou para o setor financeiro. (CARVALHO, 2000).

O valor das reservas internacionais que estão contabilizadas em moeda nacional (R\$) devem ser convertidas para moeda estrangeira de acordo com o valor de câmbio (E), assim  $R_{R\$} = R \times E$ .

Ativo		Passivo	
Reservas Internacionais (R)	R\$...	Base Monetária (B)	R\$...
Crédito Doméstico (CD)	R\$...	Recursos Não-monetários (RNM)	R\$...
Crédito ao Governo	R\$...		
Crédito às Inst. Financeiras	R\$...		

QUADRO 1 – BALANCETE ESTILIZADO DO BANCO CENTRAL.

FONTE: Carvalho, (2000).

Segundo Carvalho (2000), a partir do balancete do BACEN apresentado, podemos escrever a equação que mostra a relação entre o resultado do balanço de pagamentos (BP) e a oferta monetária:

$$R_{R\$} + CD = B + RNM \quad (2)$$

E equação demonstra que o total de aplicações dos recursos do BACEN ( $R_{R\$} + CD$ ), é igual à suas fontes de financiamento ( $B + RNM$ ). Subtraindo os empréstimos tomados pelo BACEN ( $RNM$ ) dos empréstimos concedidos por ele ( $CD$ ), temos como resultado a variável crédito doméstico líquido ( $CDL$ ), e podemos reescrever a equação da seguinte forma:

$$R_{R\$} + CDL = B \quad (3)$$

em que:

$$CDL = CD - RNM$$

Ou, ainda podemos representar a variação da base monetária como na equação 4, em que “a variação da base monetária ( $B$ ), tem em uma economia aberta, dois componentes explicativos: a variação do  $CDL$ , que é uma variável exógena ao sistema econômico..., e as reservas internacionais, que num regime de câmbio fixo, são uma variável endógena ao sistema econômico, porque dependem dos fluxos do balanço de pagamentos, gerados pelas decisões dos agentes econômicos”. (CARVALHO, 2000, pag. 432)

$$\Delta B = \Delta R_{R\$} + \Delta CDL \quad (4)$$

Portanto, temos que a variação das reservas internacionais é um determinante da expansão ou contração da oferta primária de moeda da economia.

### 3.3 RISCO – PAÍS

O risco-país é um indicador do grau de confiança dos investidores na capacidade dos países emergentes em pagar suas dívidas externas, este indicador

é empregado para guiar os investidores estrangeiros a respeito da conjuntura financeira de um mercado emergente.

O risco-país é denominado EMBI+<sup>17</sup> e é calculado por bancos de investimento e agências de classificação de risco. O termo foi criado pelo banco J.P. Morgan, em 1992, para poder nortear seus clientes sobre o direcionamento de seus investimentos, evitando países em que o risco de ocorrer uma crise financeira é eminente.

De acordo com o Banco Central do Brasil (2008), o risco-país é calculado através do spread soberano médio dos títulos da dívida externa na carteira do EMBI+, ponderado por seu valor de mercado. A carteira do EMBI+ Brasil compreende 19 papéis emitidos pelo país no exterior, incluindo o A-Bond e dezoito diferentes denominações de bônus globais, com vencimentos entre 2008 e 2040.

O EMBI+ é construído como um arranjo de três tipos de instrumentos de dívida dos países emergentes: Bradies<sup>18</sup>, eurobônus<sup>19</sup> e empréstimos externos. Calcula-se inicialmente o retorno diário para cada instrumento individual e, a partir daí, calcula-se a média aritmética dos retornos diários ponderados pelo valor de mercado para cada tipo de dívida. Finalmente, estima-se a média aritmética os retornos diários médios dos três tipos de instrumento, ponderados pelos respectivos valores de mercado. O resultado é uma taxa de retorno para o EMBI+ como um todo, expresso em pontos-base2 sobre o rendimento dos títulos do tesouro norte-americano.

Quanto maior o risco, menor a competência de o País atrair capital estrangeiro. Como efeito, maior é o prêmio com que seus instrumentos de dívida devem recompensar os investidores para compensá-los por assumir esse risco.

---

<sup>17</sup> Criado ao final de 1993, pelo banco de investimentos norte-americano J.P.Morgan, o Embi+ (Emerging Markets Bond Index Plus), ou Índice de Bonds de Países Emergentes, mede o desempenho de uma vasta carteira de países, atualmente em 21. Dentre eles, podemos citar latino-americanos como Brasil, Argentina, México, Colômbia e Venezuela; europeus como Rússia, Bulgária e Polônia; e africanos como Nigéria. Todos os países incluídos são os chamados "emergentes", excluindo aqueles de risco menor, como muitos dos países da Europa Ocidental, Ásia e América do Norte. O risco Brasil é calculado com base no EMBI/Brazil.

<sup>18</sup> Bradies foi como ficou conhecido o plano de reestruturação da dívida externa de alguns países, que foi lançado no final dos anos 80. O nome do plano tem sua origem no nome do secretário do tesouro dos Estados Unidos, Nicholas F. Brady.

<sup>19</sup> Eurobônus são títulos de longo prazo, equivalente às debêntures brasileiras, que em geral prevê o pagamento de parcelas periódicas de juros e o reembolso do principal apenas no vencimento do título.

O fato gerador do grau de confiança de investidores estrangeiros em determinado país, nem sempre é fruto de episódios internos do país em referência. Como um dos fatores que comprometem o Risco-Brasil entre outros, a capacidade de pagamento das dívidas externas e internas; a inflação; o câmbio; o crescimento do déficit ou superávit público; a atual situação da previdência social do país; e as taxas de juros internas.

Se tais fatores pesam de forma negativa, isso faz com que o risco país se eleve, e junto com o risco, eleva-se também a desconfiança dos investidores estrangeiros. De um modo geral, se não tivermos capacidade de cumprir com nossos compromissos como país, não teremos capacidade oferecer o retorno esperado sobre os investimentos estrangeiros.

## 4 ARGENTINA

Neste capítulo será introduzido um quadro histórico do período precede a decretação da moratória da dívida externa argentina em 2001, período o qual se iniciou com a implantação do Plano Cavallo e é finalizado com a eleição do presidente Eduardo Duhalde, que determina o fim da paridade do cambio.

### 4.1 PLANO CAVALLO

Após uma série de tentativas falhas pelos precursores, o recém eleito presidente, Carlos Menem, e o ministro das finanças Domingo Cavallo introduziram uma cadeia de reformas na Argentina, estas reformas culminaram com a implantação do Plano Cavallo, que estabeleceu a paridade do peso argentino com o dólar americano:

O segundo pilar da política exterior de Menem foi à aceitação, quase que incondicional, do paradigma neoliberal econômico. Uma vez no poder, Carlos Menem implementou um dos mais ousados programas de reformas liberalizantes pró-mercado, baseado, principalmente, em cinco políticas: 1) a privatização das empresas públicas; 2) a abertura comercial; 3) a liberalização financeira; 4) as reformas trabalhistas; e 5) o programa de estabilização, a partir de uma taxa de câmbio fixa: uma aposta do então ministro da Economia Domingo Cavallo para estabilizar a economia do país e deter o processo inflacionário. Em 1991, o ministro da Economia, Domingos Cavallo, lançou o Plano de Conversibilidade, também conhecido por Plano Cavallo. (VADELL, 2006, pag. 21)

O Plano Cavallo subordinou o peso às reservas em dólar através do sistema de currency board<sup>20</sup>, segundo Cunha & Ferrari (2006), fixou-se o valor do peso em termos da moeda norte-americana na proporção 10.000 austrais (A) por dólar. Com a troca do austral pelo peso na relação  $A\ 10.000 = \$\ 1$ , surgiu a politicamente conveniente igualdade “1 por 1” entre o peso e o dólar. Este sistema, denominado

---

<sup>20</sup> Currency board é um método de administração monetária em que um país só pode emitir moeda quando possui reservas em igual valor de moeda estrangeira.

currency board, obrigava o Banco Central (BCRA) a manter dólares na reserva em relação ao peso circulante.

No entanto para mudar a paridade da moeda seria necessário que fosse ratificado pelo congresso argentino, mudar a paridade significava ter que mudar uma lei, o que requeria uma maioria no Congresso. Segundo Vadell (2006, pag. 199), “a lei teve relativo sucesso no começo, principalmente no que dizer respeito a acabar com a alta inflação, o que provocou expectativas positivas na população em geral e nos investidores privados, nacionais e estrangeiros, que viam na Argentina, um país emergente com boas oportunidades de investimento”.

Como algumas das medidas das reformas foi à privatização de setores estatais argentinos, a entrada de capital estrangeiro foi intensa, setores como o de telefonia e previdência foram arrematadas por empresas estrangeiras, isto gerou uma grande entrada de capital e possibilitou o equilíbrio cambial à Argentina, segundo Toledo (1992, pag. 11), “nos primeiros anos após a implantação do Plano Cavallo, a Argentina viveu momentos de prestígio, equilíbrio econômico, inflação em uma progressiva queda, aumento real dos salários, e um “boom” de demanda e atividade doméstica, que viabilizou a redução do déficit fiscal”.

As reformas implantadas no início tiveram grande êxito, principalmente pela adoção da paridade da moeda local para com o dólar, isto possibilitou um melhor controle sobre os preços da economia, de acordo com Cunha & Ferrari (2006), “nos anos 1990, a Argentina era tida por muitos como um caso exemplar de sucesso na adoção de um regime cambial duro, o currency board, como forma de combate à inflação e, assim, de resgate da credibilidade das autoridades monetárias em países que haviam experimentado processos inflacionários crônicos”, neste mesmo contexto segundo Ferrari & Cunha (2005), “no início o Plano Cavallo teve relativo sucesso, os primeiros anos da “convertibilidade” foram de elevado dinamismo em termos de crescimento da renda e sucesso no combate à inflação crônica, que passou de mais de 3.000% em 1989 para níveis de um dígito a partir de 1994”.

## 4.2 DECLÍNIO ECONÔMICO

A tranquilidade econômica na qual a economia Argentina estava vivenciando não tinha pilares sólidos, a passagem das crises da Ásia (1997), Rússia (1998) e do Brasil (1999), acabou por mostrar a fragilidade do modelo adotado pela Argentina, de acordo com Ferrari & Cunha (2005, pag. 4), “na segunda metade dos anos 1990, a Argentina teve de enfrentar uma seqüência de choques exógenos<sup>21</sup> que foram colocando em xeque os fundamentos que davam sustentação à conversibilidade”, ainda segundo Ferrari & Cunha (2005, pag. 3), “o sistema da conversibilidade revelou uma baixa capacidade de absorver os choques externos. Ademais, induziu a cristalização de um padrão de crescimento baseado na expansão do consumo privado em um ritmo superior à variação da renda, financiado com crescente endividamento externo”.

A queda dos preços das commodities, principal item da pauta de exportação da Argentina acabou por deteriorar o quadro econômico do país, a paridade com o dólar, ajudou a piorar o contexto no sentido em que fez as exportações ficarem mais caras, e no inverso, as importações ficaram mais baratas, apesar de ter ajudado no controle inflacionário, isto deteriorou o setor produtivo do país, o quadro econômico foi agravado pela deterioração da posição comercial externa e desestruturação do setor produtivo, de acordo com Ferrari & Cunha (2005, pag. 4) “os crescentes déficits em conta corrente, que ultrapassavam a casa dos 4% do PIB, traduziam a expansão nos gastos com bens e serviços do resto do mundo em uma proporção muito maior do que a capacidade do país adquirir divisas por meio das exportações”.

Neste período ficou claro o apetite da população argentina, o povo esbanjou com viagens ao exterior, é de conhecimento público a invasão promovida por turistas argentinos no litoral brasileiro despejando dólares no Brasil à custa das reservas argentinas, que já não eram as mesmas.

Após o esgotamento do patrimônio estatal, o país não possuía mais nada para vender, um período sombrio estava por chegar, de acordo com Averbug (2005, pag. 4), “no momento em que declinou a receita obtida com as privatizações, pois a maioria das estatais já havia sido vendida, o perfil deficitário tornou-se mais

---

<sup>21</sup> A crise Asiática em 1997, a crise da Rússia em 1998 e crise do Brasil em 1999.

exposto.” A partir de 1996, a intranqüilidade provocada pelo quadro fiscal começou a corroer os alicerces da paridade cambial, ainda segundo Ferrari & Cunha (2006, pag. 4), “a entrada líquida de capitais pela via financeira permitiu a sustentação desse modelo, o que implicou um endividamento crescente”.

No auge da fase “eufórica” do modelo, entre 1992 e 1998, a economia cresceu ao ritmo de 6% ao ano, acumulando um déficit em transações correntes de mais de US\$ 60 bilhões, financiados por uma entrada líquida de capitais de cerca de US\$ 100 bilhões. (FERRARI & CUNHA, 2008)

### 4.3 MORATÓRIA DA DÍVIDA EXTERNA

Em 1998 assume o governo o presidente Fernando de La Rúa, neste período a Argentina já se encontrava em recessão, porém como promessa de campanha, o presidente manteve o sistema adotado pelo ex-presidente Carlos Menem, segundo Vadell (2005, pag. 201) “após uma década de reformas econômicas liberalizantes (privatizações de empresas públicas, abertura comercial e financeira indiscriminada e flexibilização das leis trabalhistas) aplicadas pelo governo peronista de Carlos Menem e continuada pelo governo De la Rúa, a Argentina em 2001 atingiu sua pior crise econômica desde os anos trinta”.

Devido o intenso protesto generalizado do povo argentino e não resistindo a pressão popular, Fernando De La Rúa renuncia ao governo, segundo Vadell (2005, pag. 202), “o colapso da economia argentina, em dezembro de 2001, provocou a renúncia do presidente De la Rúa, depois de massivos protestos e a posterior repressão dos manifestantes, deixando dezenas de vítimas”.

Esta foi à baliza da crise institucional, na qual em dez dias sucederam-se quatro presidentes interinos<sup>22</sup>, porém é Adolfo Rodríguez Saa em um governo que durou apenas 7 dias, que decreta a moratória Argentina, suspendendo incondicionalmente o pagamento da dívida externa Argentina.

Finalmente, o Congresso chegou a um acordo e o ex-governador da província de Buenos Aires, o senador Eduardo Duhalde foi empossado como Chefe

<sup>22</sup> Fernando De La Rúa 1999-2001, Ramón Puerta 2001-2001, Adolfo Rodríguez Saa 2001-2001, Eduardo Caamaño 2001-2001.

de Estado, no governo do presidente Eduardo Duhalde é extinta a conversibilidade monetária.

## 5 ANÁLISE DOS FUNDAMENTOS ECONÔMICOS DO BRASIL

Na análise do quadro do balanço de pagamentos, das reservas internacionais e do risco Brasil, dado que a moratória Argentina foi decretada em dezembro de 2001, será utilizado um período de dois anos pré-moratória, que corresponde aos anos de 1999 e 2000 e um período dois anos pós-moratória, que corresponde aos anos de 2002 e 2003.

Este período foi escolhido devido ao fato da ocorrência de dois acontecimentos importantes na economia brasileira nesta época, o primeiro foi à crise financeira a qual a economia brasileira sofreu em 1999, com a desvalorização da moeda local, o Real. O segundo período encerra em 2003 por motivo da crise que o Brasil presenciou devido aos índices de pesquisa apontarem a vitória do próximo presidente Brasil, filiado a um partido de esquerda.

Apesar do período de 1999-2000 não estar contemplado nos no objetivo do trabalho, faz-se necessário incluí-lo na análise pela necessidade de verificar a continuidade dos dados para verificar possíveis alterações no período de estudo, entre 2001-2003.

### 5.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL

Neste período entre 1999 e 2003, serão analisados do quadro do balanço de pagamentos, o saldo do quadro de Transações Correntes, os subitens exportações e importações, serviços e rendas, do quadro da Conta Capital e Financeira, será analisado o investimento estrangeiro direto e investimento em carteira, que inclui o investimento em carteira brasileiro e investimento em carteira estrangeiro.

Discriminação	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Balança comercial (FOB)</b>	-1199	-698	2650	13121	24801
Exportação de bens	48011	55086	58223	60362	73084
Importação de bens	-49210	-55783	-55572	-47240	-48283
<b>Serviços e rendas (líquido)</b>	-25825	-25048	-27503	-23148	-23652
Serviços	-6977	-7162	-7759	-4957	-5100
Receita	7194	9498	9322	9551	10468
Despesa	-14171	-16660	-17081	-14509	-15568
Rendas	-18848	-17886	-19743	-18191	-18552
Receita	3935	3621	3280	3295	3339
Despesa	-22783	-21507	-23023	-21486	-21891
Transferências unilaterais correntes	1689	1521	1638	2390	2867
<b>TRANSAÇÕES CORRENTES</b>	-25335	-24225	-23215	-7637	4016
<b>CONTA CAPITAL E FINANCEIRA</b>	17319	19326	27052	8004	5104
Conta capital	338	273	-36	433	498
Conta financeira	16981	19053	27088	7571	4606
Investimento direto	26888	30498	24715	14108	9894
Investimento brasileiro direto	-1690	-2282	2258	-2482	-249
Participação no capital	-1110	-1755	1752	-2402	-62
Empréstimo intercompanhia	-580	-527	505	-81	-187
Investimento estrangeiro direto	28578	32779	22457	16590	10144
Participação no capital	29983	30016	18765	17118	9320
Empréstimo intercompanhia	-1405	2763	3692	-528	823
Investimentos em carteira	3802	6955	77	-5119	5308
Investimento brasileiro em carteira	259	-1696	-795	-321	179
Ações de companhias estrangeiras	-864	-1953	-1121	-389	-258
Títulos de renda fixa	1123	258	326	67	437
Investimento estrangeiro em carteira	3542	8651	872	-4797	5129
Ações de companhias brasileiras	2572	3076	2481	1981	2973
Títulos de renda fixa	971	5575	-1609	-6778	2156
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151
Ativos	642	386	567	933	683
Passivos	-730	-583	-1038	-1289	-834
Outros investimentos	-13620	-18202	2767	-1062	-10445
Outros investimentos brasileiros	-4397	-2989	-6586	-3211	-9483
Outros investimentos estrangeiros	-9223	-15213	9353	2150	-962
<b>ERROS E OMISSÕES</b>	194	2637	-531	-66	-624
<b>RESULTADO DO BALANÇO</b>	-7822	-2262	3307	302	8496

TABELA 1: BALANÇO DE PAGAMENTOS - BRASIL (1999-2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

### 5.1.1 Transações Correntes

Da análise do saldo de transações correntes, observa-se no gráfico 01, que desde ano de 1999 apesar dos sucessivos déficits no saldo de transações correntes e da moratória Argentina ocorrida no final do ano de 2001, a curva do saldo de transações correntes, caminhou invariavelmente em uma inclinação positiva, como pode ser visto no gráfico 1.

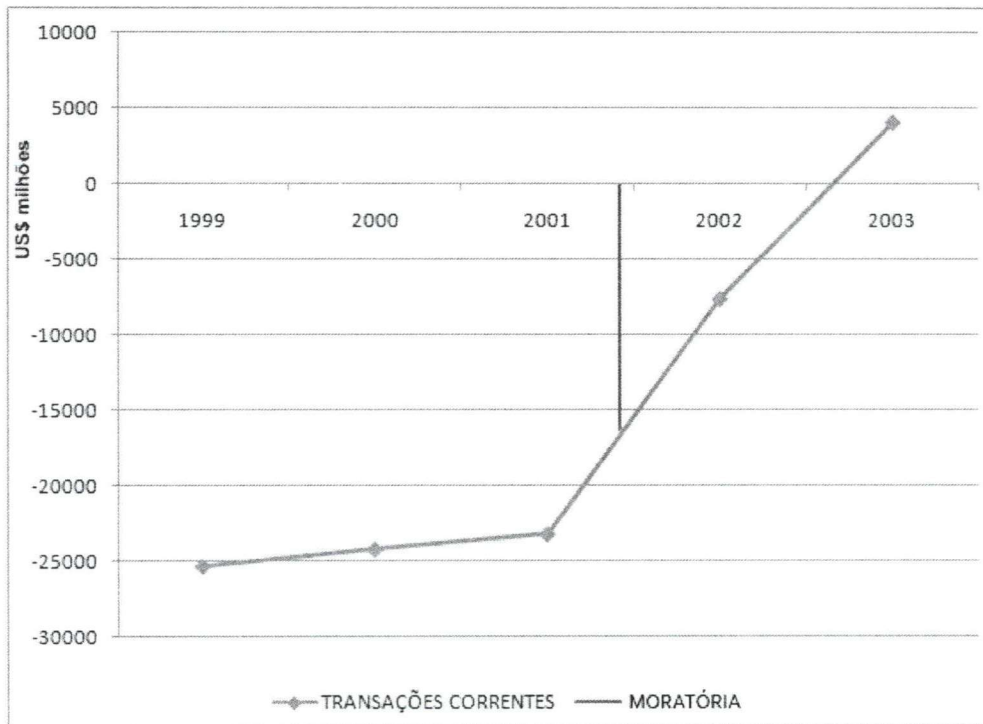


GRÁFICO 1 – TRANSAÇÕES CORRENTES – BRAZIL (1999-2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

O saldo acumulado em 2001 apresentou um déficit de US\$ 7,637 Bilhões, mas no ano de 2002 este déficit transformou-se em um superávit de US\$ 4,016 bilhões, isto resultou em uma redução de 304% no saldo das transações comparando com o ano de 2001. A partir do início de 2003 o saldo de transações correntes inverteu a tendência dos anos anteriores, tornando-se positiva, ao final do ano de 2003 o saldo de transações acumulou um superávit de US\$ 4,016 bilhões.

### 5.1.1.1 Balança Comercial

Ao longo dos anos de 1999 e 2000 o Brasil se deparou com um saldo comercial equilibrado, como pode ser visto na tabela 2, a balança comercial apresentou um leve déficit comercial. Em 1999 houve um déficit comercial de 2,43%, totalizando US\$ 1,199 bilhões, no ano 2000 este déficit já havia caído para pouco mais da metade, fechando em 1,25%, totalizando US\$ 698 milhões, ficando 48,55% abaixo do resultado de 1999.

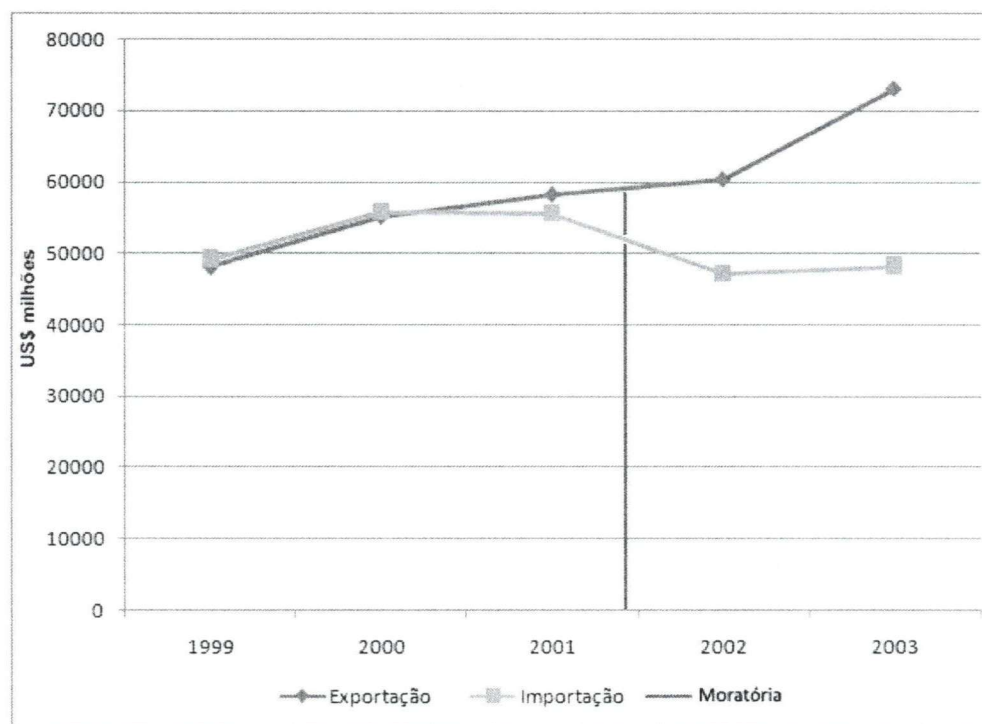


GRÁFICO 2 – BALANÇA COMERCIAL - BRASIL (1999 – 2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

A partir do ano 2001, este cenário iniciou uma mudança, na segunda metade do ano houve uma estagnação nas importações, como mostrado no gráfico 2, por outro lado houve um incremento nas exportações, ao final do ano a balança comercial havia encerrado com um superávit de 4,55%, totalizando US\$ 2,650 bilhões.

Como a decretação da moratória Argentina aconteceu em 23 de dezembro de 2001, seus efeitos só começariam a ser sentidos no Brasil no ano seguinte. O ano 2002 marcou o início de consecutivos superávits da balança comercial brasileira, ao final do ano o país alcançou um superávit de 495,13% acima do ano anterior, totalizando US\$ 13,121 bilhões. Porém este superávit não foi em consequência do aumento das exportações, mas principalmente por influência da queda de 15% nas importações (as exportações tiveram um aumento de 3,54%), um dos possíveis motivos para essa diferença possa estar na variação cambial no período.

O ano de 2003 foi novamente marcado pelos incrementos nos saldos positivos da balança comercial, mas neste ano houve um adicional positivo, pois ocorreu um crescimento das importações comparadas com as do ano anterior. Novamente ocorreu uma elevação no superávit comercial na ordem de 17,40% comparado ao anterior, o saldo da balança comercial encerrou o ano com um saldo positivo de US\$ 24,801 bilhões, isto representou um aumento 47,09% comparado ao ano de 2002.

#### 5.1.1.2 Serviços e Rendas

A Balança de serviços e rendas é outro grupo de contas de transações correntes. Nela são distribuídas as entradas e saídas de recursos para pagamentos de serviços (desde turismo, comunicação até construção civil e engenharia) e de rendas sobre fatores de produção.

O gráfico 3 demonstra que no período entre 1999 e 2003 o saldo da balança de serviços e rendas do Brasil em relação com resto do mundo foi negativa. Apesar disto, a partir da metade do ano de 2001 houve uma ligeira melhora da situação. No quadro 1 é possível verificar que após o ano de 2001 (decretação da moratória Argentina), o saldo negativo da balança de serviços e de rendas em 2002 apresentou uma melhora de 35,75% e 7,86% respectivamente comparada ao ano anterior. O déficit reduziu-se e chegou a US\$ 4.958 bilhões na conta de serviços e US\$ 18,191 na conta rendas no ano de 2002, com uma tendência de estabilização para o de 2003.

Este resultado como ser considerado normal, pois o saldo de serviços e rendas no Brasil tem um histórico de déficit, dado que o Brasil envia renda e paga por serviços ao exterior em proporção maior do que recebe.

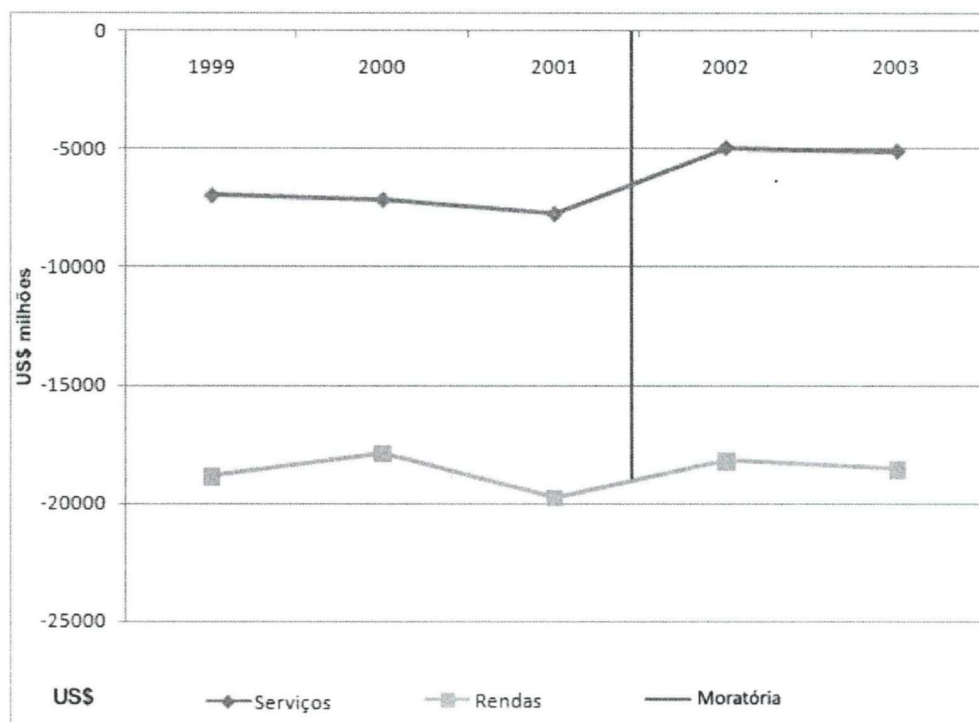


GRÁFICO 3 – SERVIÇOS E RENDAS - BRASIL (1999 – 2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

### 5.1.2 Conta Capital e Financeira

Da análise do quadro da conta capital e da conta financeira é possível verificar que houve uma abrupta queda a partir do ano de 2001, como a conta capital e financeira é o local onde são contabilizado os investimentos estrangeiros em carteira, diretos e remessas de lucros e dividendos, então esta conta é a mais afetada por uma fuga de capitais ocasionada por uma suposta crise financeira.

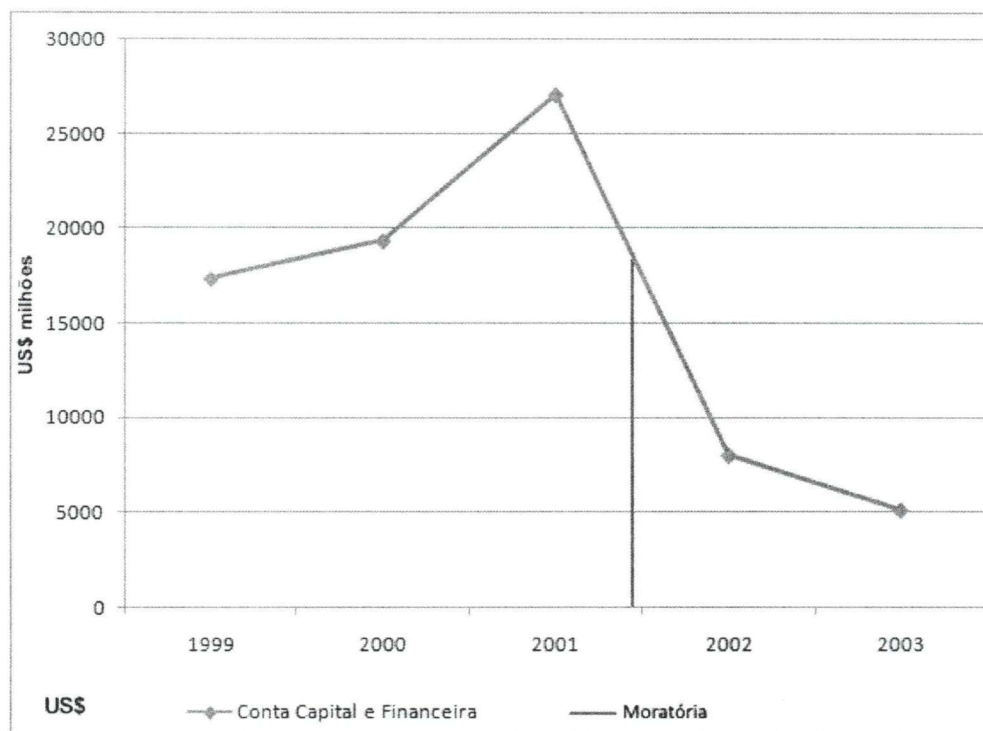


GRÁFICO 4 – CONTA CAPITAL E FINANCEIRA – BRASIL (1999 - 2003).  
 FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).  
 Gráfico elaborado pelo autor.

Pode-se observar no gráfico 4 que a partir da metade do ano 2001 houve, na conta capital e financeira, uma brusca queda. Na comparação entre o ano 2001 para o ano de 2002 houve uma retração do 70,41% do saldo na conta capital e financeira, a diferença de um ano para o outro foi de US\$ 19,048 bilhões, esta variação pode ser explicada olhando a variação do investimento estrangeiro direto no gráfico 5.

#### 5.1.2.1 Investimento Estrangeiro Direto

A variação negativa do investimento estrangeiro direto que teve início no ano de 2000 pode ser apontada como a grande causa da queda abrupta do saldo da conta capital e financeira, do ano 2000 até o ano 2003 sucedeu-se uma queda de 69% dos investimentos estrangeiros diretos no Brasil, sendo que ano 2000 foram contabilizados entradas de US\$ 32,779 bilhões e ao final de 2003 este valor havia decaído para US\$ 10,144 bilhões.

Outro ponto que pode ser indicado como um fator decisivo para abrupta queda do saldo da conta capital e financeira a partir de 2001 é o investimento estrangeiro em carteira, pois como este se refere às aplicações estrangeiras em títulos brasileiros, na forma de ações (renda variável) ou títulos de renda fixa (curto e longo prazos), negociados no país ou no exterior, a constatação de problemas na economia brasileira, pode afastar o capital internacional que navega livremente pelo mercado financeiro internacional procurando um porto seguro e lucrativo.

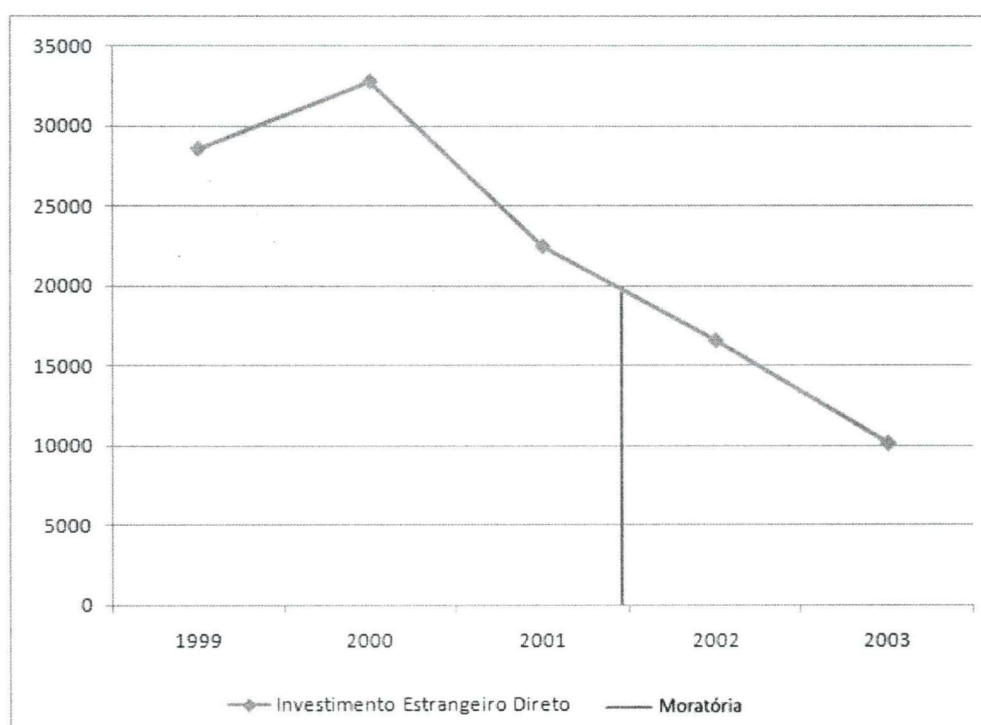


GRÁFICO 5 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO – BRASIL (1999 – 2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

#### 5.1.2.2 Investimento em Carteira

No gráfico 6 é possível verificar que até meados de 2000 o fluxo de entrada de capital estrangeiro no Brasil assumia uma curva crescente, mas a partir do ano de 2001 este fluxo se inverteu e passou a adotar uma curva decrescente que persistiu até o ano de 2002.

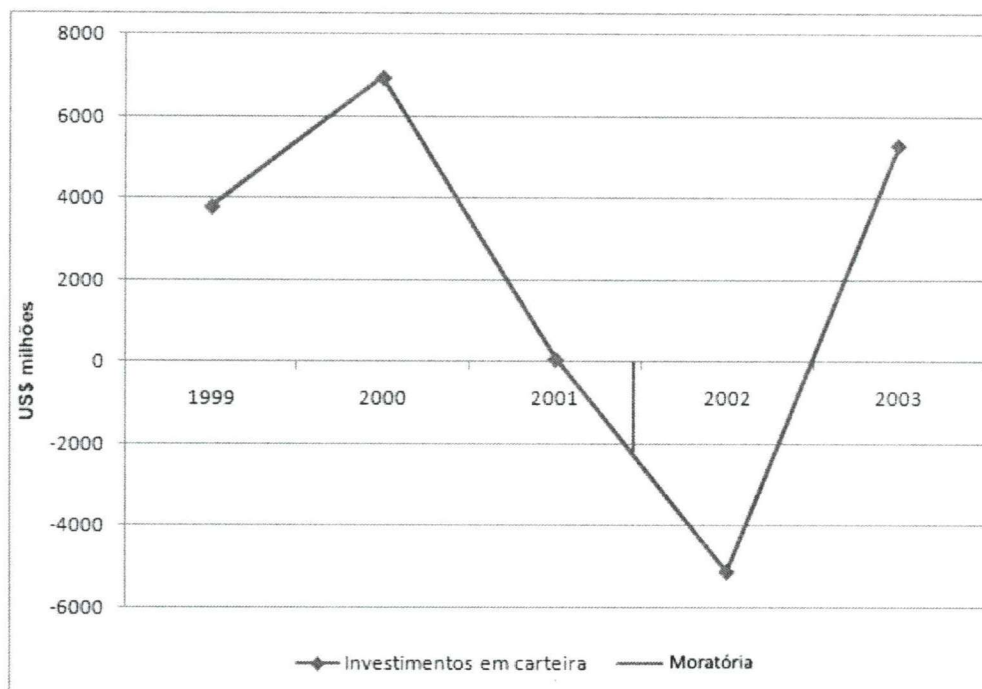


GRÁFICO 6 – INVESTIMENTO EM CARTEIRA – BRASIL (1999 – 2003)

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

Da análise do quadro do balanço de pagamentos, pode-se observar que no ano de 1999 o saldo da conta investimentos em carteira foi de US\$ 3,802 bilhões, no ano seguinte em 2000 este saldo havia sido acrescido em quase 83% com relação ao não anterior. Porém em 2001 houve uma queda abrupta sendo que o saldo encerrou o ano com apenas US\$ 77 milhões, no ano seguinte o saldo teve uma piora acentuada, fechado com um saldo negativo de US\$ 5,119 bilhões.

Uma análise mais detalhada do quadro, separando o investimento brasileiro em carteira e o investimento estrangeiro em carteira é possível notar, no gráfico 7, que a principal causa desta queda encontra-se no investimento estrangeiro em carteira, onde nos anos de 2001 e 2002 houve uma intensa queda no investimento estrangeiro em títulos de renda fixa do Brasil, a partir do ano 2000 até o ano de 2002 houve uma grande saída de capitais, este quadro pode ser desenhado como uma fuga de capitais do Brasil.

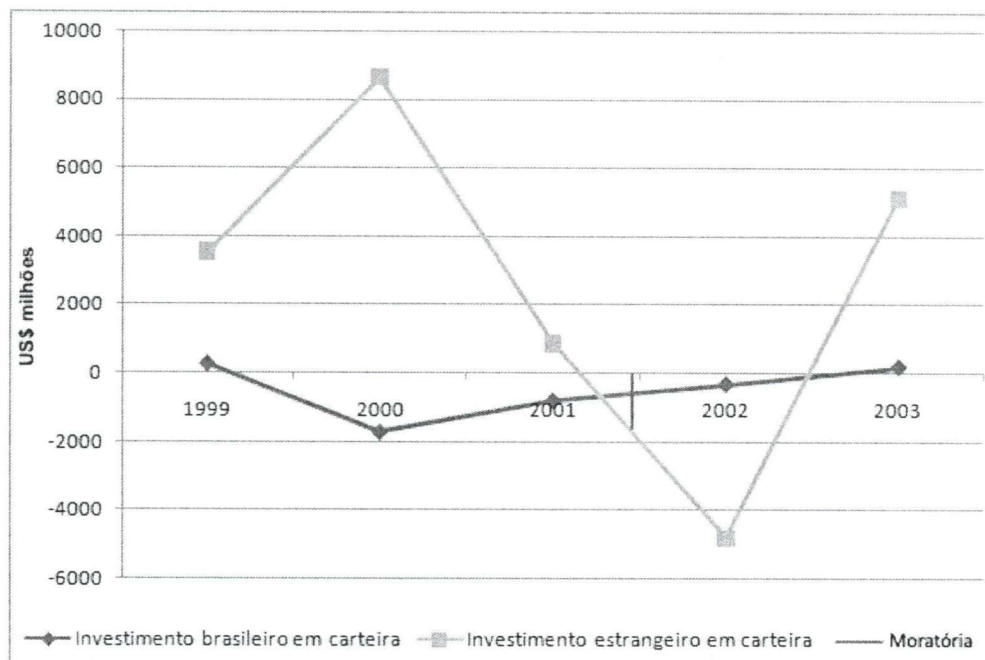


GRÁFICO 7 – INVESTIMENTO BRASILEIRO E ESTRANGEIRO EM CARTEIRA – BRASIL (1999 – 2003).

FONTE: Banco Central do Brasil, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

## 5.2 RESERVAS INTERNACIONAIS

O histórico da reservas internacionais no Brasil começou a ser contabilizado a partir de 1977, desde então, pode-se observar grandes variações em seu volume, principalmente quando se leva em conta a história da economia mundial e a ocorrência de crises financeiras internacionais.

A tabela 3 ilustra a variação no montante de reservas internacionais do Brasil do período compreendido entre 1999 a 2003 com intervalo mensal, e em milhões de dólares. Observando-se o saldo das reservas durante o período analisado, é perceptível a forma linear como o mesmo se comporta, ou seja, durante todo o período não são apresentadas grandes discrepâncias entre os períodos.

Em janeiro de 1999, o saldo de reservas é de US\$ 36.136 bilhões, verificando-se a média dos dois meses subsequentes (fevereiro e março) é observada uma leve queda de cerca de 4% comparado a janeiro. No mês de abril do

mesmo ano, nota-se um aumento de US\$ 10.466 bilhões<sup>23</sup>, representando uma elevação de 30% sobre o valor de referencia de março.

Período	1999	2000	2001	2002	2003
Janeiro	36.136,28	37.560,00	35.597,85	36.167,37	38.771,77
Fevereiro	35.456,61	38.364,00	35.413,08	35.906,16	38.530,12
Março	33.848,27	39.200,00	34.407,13	36.720,96	42.335,21
Abril	44.315,06	28.721,00	34.652,98	33.007,63	41.499,62
Maio	44.310,39	28.570,00	35.458,57	32.888,83	43.373,07
Junho	41.345,51	28.265,00	37.318,25	41.998,60	47.956,17
Julho	42.156,41	29.214,00	35.551,88	39.059,62	47.645,19
Agosto	41.918,05	31.385,00	36.298,98	37.642,63	47.793,48
Setembro	42.561,90	31.431,00	40.054,18	38.380,95	52.675,37
Outubro	40.052,54	30.393,00	37.492,40	35.854,78	54.092,93
Novembro	42.175,40	32.533,00	37.233,73	35.592,09	54.426,97
Dezembro	36.342,28	33.011,00	35.866,42	37.823,46	49.296,20

TABELA 2 – RESERVAS INTERNACIONAIS – BRASIL – MENSAL.

Fonte: Banco Central do Brasil, (2008).

Unidade: US\$(milhões).

O montante das reservas segue uma trajetória de leve queda até o mês de dezembro de 1999, quando já é calculada uma perda de US\$ 7.972 bilhões, representando uma variação de quase 20% do saldo de abril. A queda não é sentida de forma brusca, devido à forma gradual com que a queda se dá, ao longo de sete meses.

A partir de janeiro de 2000 observa-se elevação das divisas, ocorrendo uma alta queda no mês de abril<sup>24</sup> de 30% comparado a março de 2000, neste mês o saldo já era de US\$ 28.721 bilhões, este número se mantém estável apresentando uma inclinação positiva até dezembro de 2000, quando o saldo alcança a casa dos US\$ 33.011 bilhões.

Durante o ano de 2001, o saldo mantém uma média US\$ 36.628 bilhões, oscilando entre aumentos e reduções, mas mantendo-se estável. Houve algumas variações nas reservas referentes à crise a qual a argentina estava passando e

<sup>23</sup> O Brasil teve que recorrer ao FMI em 1999 e sacar cerca de US\$ 10 bilhões do acordo firmado com o FMI em 1998.

<sup>24</sup> O Brasil efetuou um reembolso antecipado de parte dos créditos sacados no acordo com o FMI em 1998.

também em razão dos atentados terroristas de 11 de setembro dos Estados Unidos da América<sup>25</sup>.

Em 2002, a variação percorre o mesmo caminho de 2001, oscilando entre altas e baixas, em junho de 2002 ocorreu um saque de US\$ 10 bilhões<sup>26</sup> do acordo com o FMI, por isso a variação de US\$ 32.888 bilhões em abril de 2002 para US\$ 41.998,60 e, junho de 2002. Ao final do ano as reservas fecharam em US\$ 37.823 bilhões.

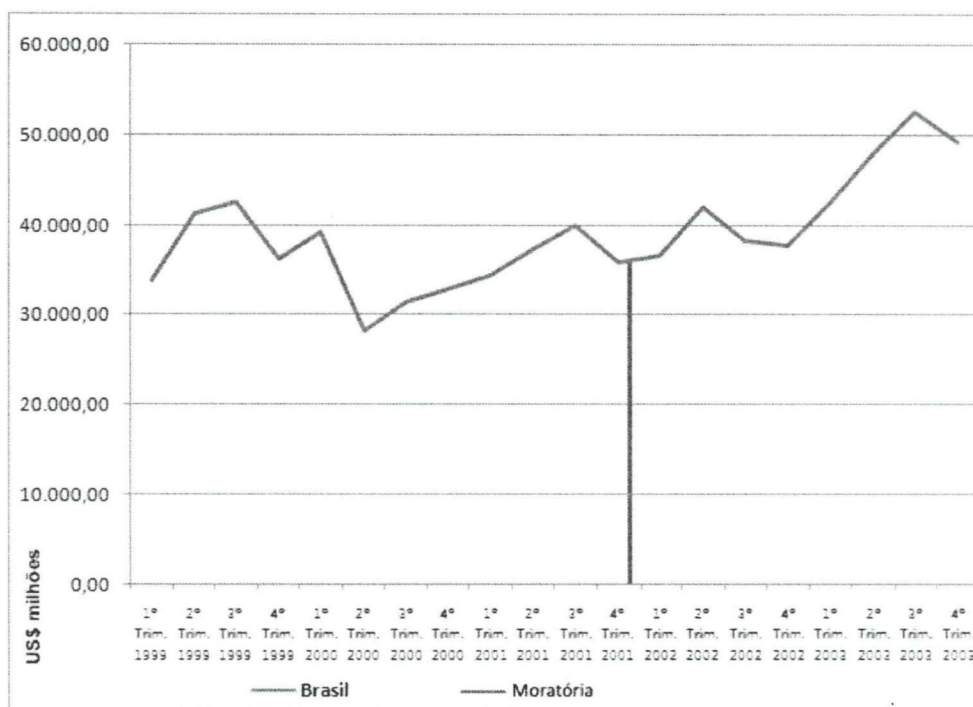


GRÁFICO 8 – RESERVAS INTERNACIONAS – BRASIL (1999-2003).

FONTE: Brasil: Ipea Data, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

A partir de abril de 2003 inicia-se uma temporada de crescimento observada até novembro de 2003, esse crescimento se dá na ordem US\$ 11.053 bilhões comparado ao mês de abril quando começou a alta. Finalizando a análise, o mês de dezembro de 2003 apresentou queda de cerca de 10% comparado ao mês de novembro do mesmo ano. O fechamento do período como um todo apresentou

<sup>25</sup> Em 2001 o Brasil sacou US\$ 4,7 bilhões do acordo estabelecido como FMI em 1998 para incrementar o volume de reservas internacionais com o objetivo de acalmar o mercado.

<sup>26</sup> Em 2002 o Brasil teve que sacar cerca de US\$ 10 bilhões do acordo firmado com o FMI em setembro 2001.

saldo positivo entre o mês inicial da análise, janeiro de 1999 e dezembro de 2003 de US\$ 13.159 bilhões, mais de 30% de crescimento nominal no período.

A partir da análise do gráfico 10, é possível verificar a variação a qual as reservas internacionais do Brasil foram submetidas desde do ano de 1999 até o ano de 2003, nela é possível constatar as diversas crises que o Brasil enfrentou, como no em 1999 a derrocada do plano real, os ataques de 11 de setembro, a moratória argentina em 2001 e a eleição do presidente Lula em 2002.

Da comparação entre a variação histórica das reservas internacionais do Brasil e da Argentina, pode-se verificar no gráfico 11 que após o segundo trimestre de 2000 ocorre uma graduação inversa entre as reservas do Brasil e Argentina, as reservas internacionais brasileiras entram em uma curva ascendente com pequenas variações negativas, enquanto as reservas internacionais argentinas entram em curva descendente, porém sem qualquer variação positiva enfrentando a contínua queda, no caso argentino isto decorre até o segundo trimestre de 2003.

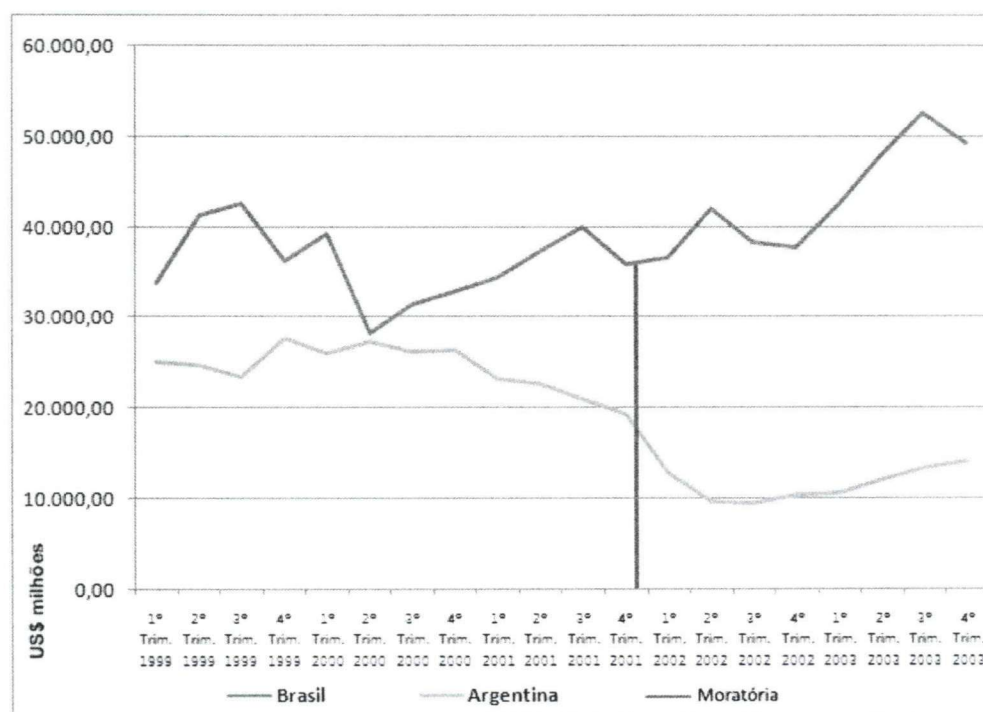


GRÁFICO 9 – RESERVAS INTERNACIONAS – BRASIL - ARGENTINA (1999-2003)

FONTE: Brasil: Ipea Data, (2008).

Argentina: Banco Central de la República Argentina.

Gráfico elaborado pelo autor.

Da variação das reservas brasileiras é possível notar que apesar das várias quedas que ocorreram no período, sempre ocorre uma recuperação logo em seguida, os gráficos mostram que a curva brasileira apresenta inclinações mais abruptas e recuperações mais rápidas. No sentido contrário, a curva das reservas argentinas é sempre mais suave, sem variações abruptas, porém apresenta uma continua queda, que fica evidente até o quarto trimestre de 2002, período este que as reservas argentinas ficaram abaixo dos US\$ 10 bilhões, enquanto no mesmo período as reservas brasileiras haviam ultrapassado a casa de US\$ 40 bilhões.

### 5.3 RISCO - PAÍS

A evolução do risco-país para Brasil e Argentina como exibido no Gráfico 10, apresenta até metade do ano 2001, curvas dos dois países bem próximas.

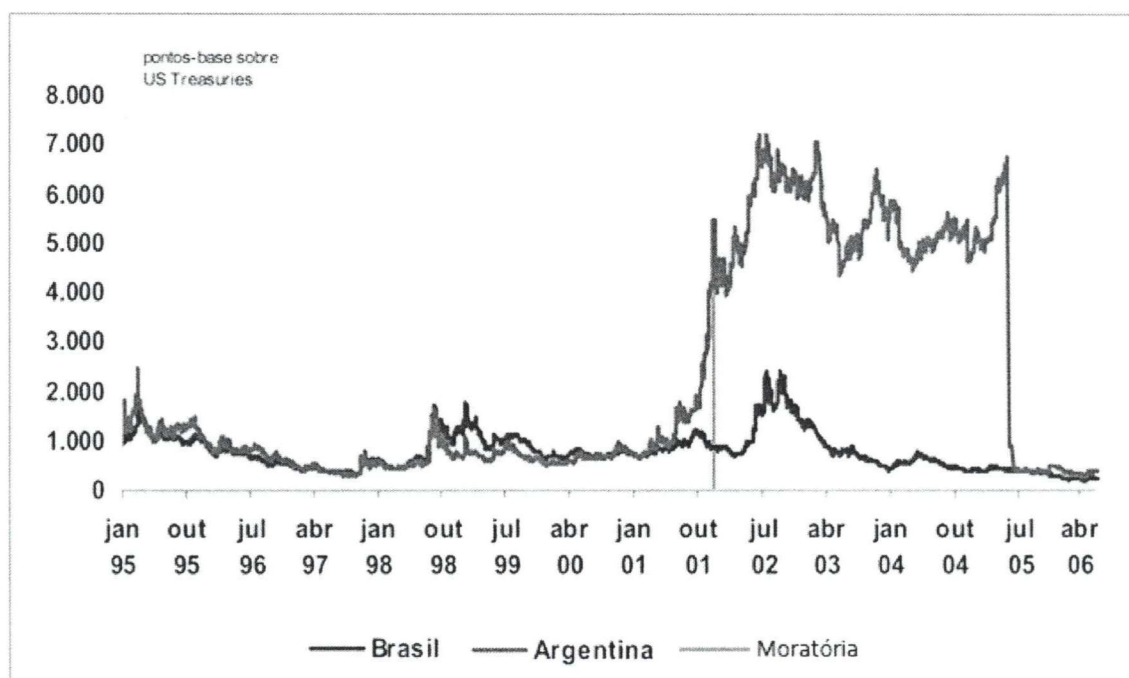


GRÁFICO 10 – RISCO PAÍS - BRASIL / ARGENTINA ( 1999 – 2003 )  
 FONTE: Banco Central do Brasil.

A partir da segunda metade de 2001, os riscos se descolaram. Com a decretação da moratória da dívida externa Argentina, o risco - argentina, disparou, chegando próximo a 7000 pontos, porém, apesar da disparada do risco-Argentina, o

Risco-Brasil mostrou-se equilibrado, apresentou ligeira queda, como é mostrado no Gráfico 11.

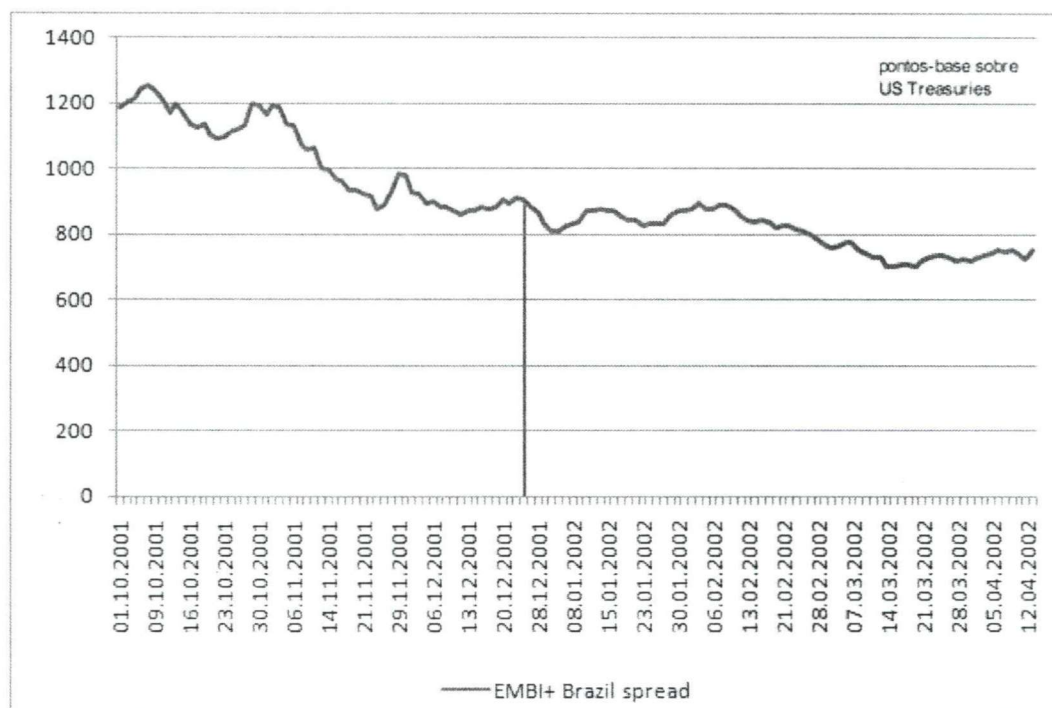


GRÁFICO 11 – RISCO PAÍS - BRASIL (OUT/2001 – ABR/2002) – MENSAL.

FONTE: Cbonds, (2008).

Gráfico elaborado pelo autor.

A variação do risco - Brasil, a partir no gráfico11, é possível verificar em uma escala mensal que houve uma queda do risco - Brasil pós-moratória Argentina, porém logo no mês seguinte há uma pequena elevação de menos de 100 pontos, neste mesmo período o risco - argentina já havia ultrapassado os 5000 pontos. O índice de risco – Brasil seguiu até o quarto mês de 2002 oscilando levemente.

## 6 CONCLUSÃO

Nos anos 1990, a Argentina implantou um plano econômico que condicionou a paridade entre o peso argentino e o dólar americano, esta medida aliada às privatizações de empresas estatais e a entrada maciça de investimentos estrangeiros, teve num primeiro momento o efeito de estabilizar a economia, e proporcionar crescimento econômico ao país. Porém, com a série de crises financeiras que ocorreram na década de 1990 e abalaram às economias de alguns países emergentes (Crise do México em 1995, Crise Asiática em 1997, Crise da Rússia em 1998 e a Crise Brasileira de 1999) o modelo proposto pela Argentina, foi colocado em xeque.

A partir da crise ocorrida no Brasil em 1999, a economia Argentina já apresentava sinais que os pilares de sua economia já não eram mais tão sólidos, as empresas que eram passíveis de privatização já não mais existiam, e com isso houve grande retração na entrada de investimentos estrangeiros.

A dívida que o país havia contraído para amparar o modelo da paridade cambial havia crescido imensamente tornando explicitamente visível a corrosão no quadro econômico argentino. Era eminente, a falta de recursos que o país dispunha para cumprir seus compromissos junto aos seus credores internacionais e não demorou para que o país tivesse que decretar a moratória de sua dívida, que acabou ocorrendo em dezembro de 2001.

Com base na experiência mundial das crises ocorridas anteriormente, era dado como certo que a decretação da moratória da dívida externa Argentina, teria conseqüências sobre a economia brasileira, em razão das duas economias serem muito próximas e economicamente dependentes entre si. Dessa forma, o contágio da crise da dívida argentina representava uma grave ameaça à nossa economia.

Assim, de acordo com os objetivos estabelecidos à elaboração deste trabalho, de analisar se a crise vivenciada pela Argentina após a decretação da moratória de sua dívida teve efeitos de contágio sobre a economia brasileira, procurou-se neste trabalho verificar o comportamento dos fundamentos econômicos do Brasil – balanço de pagamentos, reservas internacionais e risco país.

Analisando o quadro do investimento estrangeiro direto, foi verificada uma variação negativa neste item podendo-se concluir que diante da crise ocorrida na

Argentina, o investidor pode ter adiado o investimento no Brasil, de modo a se precaver de um possível efeito negativo da crise na economia brasileira. Outro item que pode ser levado em consideração é o investimento em portfólio que também apresentou retração neste período, o que pode ser considerado normal de acordo com a teoria econômica, que prevê que o indivíduo aloca seus recursos de acordo com o grau de risco envolvido. Nos itens, Reservas internacionais e Risco País, pode-se concluir que houve uma melhora geral no quadro dessas duas variáveis.

A crise a qual a Argentina atravessou, já estava sendo acompanhada de perto pelos agentes econômicos, então o desfecho final da crise, a moratória, já era esperada pelo mercado, segundo Lombardi (2004), “A crise argentina do final de 2001 teve um impacto relativamente pequeno no mercado brasileiro, já que diferente da moratória russa, a moratória argentina era esperada pelo mercado”.

Sendo assim, de acordo com a análise apresentada no trabalho e baseado na Teoria de Terceira Geração, que prevê a ocorrência do contágio entre economias provém da falta de incentivos que o agente financeiro tem para obter informações privativas sobre cada país em específico e conforme a análise dos três fundamentos econômicos estudados, conclui-se que não ocorreu contágio entre as economias Brasil e Argentina no período analisado.

## REFERÊNCIAS

- ASSIS, M. P. Vulnerabilidades externas e internas das economias emergentes e padrão de contágio. A experiência da década de 1990. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 42, p. 1-22, 2004. Disponível em: < [http://www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes\\_antecedentes/pdf\\_edicao42/artigo05.pdf](http://www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes_antecedentes/pdf_edicao42/artigo05.pdf) > Acesso em 15/09/2008.
- AVEBUG, M. Argentina: o plano de conversibilidade (1991-2001). In: MODENESI, A. de M. **Regimes Monetários: Teoria e a Experiência do Real**. São Paulo: Manole, 2005. Disponível em: < [http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/maverbug\\_arg\\_conversibilidade.pdf](http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/maverbug_arg_conversibilidade.pdf) > Acesso em: 15/07/2008.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. **Ajuste Fiscal: Os textos dos acordos com o FMI**. Disponível em: < <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/acordofmi.asp> > Acesso em: 05/10/2008.
- BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. **Reservas Internacionales dei B.C.R.A.** (en millones de dólares - cifras provisionales sujetas a cambio de valuación). Disponível em: < [http://www.bcra.gov.ar/estadis/es010100.asp?descri=1&fecha=Fecha\\_Serie&campo=Res\\_Int\\_BCRA](http://www.bcra.gov.ar/estadis/es010100.asp?descri=1&fecha=Fecha_Serie&campo=Res_Int_BCRA) > Acesso em: 08/07/2008.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **FAQ (Série Perguntas mas Frequentes)**. Disponível em: < [www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco-Pais.pdf](http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco-Pais.pdf) > Acesso em: 10/08/2008.
- CANUTO, O. A crise asiática e seus desdobramentos. **Revista Econômica**, n. 4, p. 25-60, dez. 2000. Disponível em: < [www.uff.br/cpgeconomia/v2n2/3-otaviano.pdf](http://www.uff.br/cpgeconomia/v2n2/3-otaviano.pdf) > Acesso em: 15/09/2008.
- CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- CAVALCANTI, M.; VONBUN, C. Reservas internacionais ótimas para o Brasil: uma análise simples de custo-benefício para o período 1999-2007. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 12, n. 3, Jul/Set. 2008. Disponível em: < [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td\\_1315.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1315.pdf) > Acesso em: 05/07/2008.

CBONDS. **Série mensal Risco Brasil**. Disponível em: < <http://www.cbonds.info/index/search.php> > Acesso em: 12/09/2008.

CUNHA, A.; FERRARI, A. A Argentina em dois tempos da Conversibilidade à Reestruturação da Dívida. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 269-298, Mai./Ago. 2006. Disponível em: < [www.scielo.br/pdf/rec/v10n2/03.pdf](http://www.scielo.br/pdf/rec/v10n2/03.pdf) > Acesso em: 25/09/2008.

CURADO, M. L. **Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial**. 150 f. Tese (Doutorado em Economia), – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2001.

CURADO, M. L.; PORCILE, G. Déficit em Transações Correntes, Movimentos de Capital e Ataques Especulativos: Uma Abordagem Estruturalista das Recentes Crises Cambiais na América Latina. **Est. Econ.**, São Paulo, v. 34, n. 3, p. 515-551, Jul/Set. 2004, Disponível em: < <http://www.usp.br/estecon/index.php/estecon/article/download/215/26> > Acesso em: 10/07/2008.

FARHI, M. Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. 2, abril 2008. Disponível em: < [http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia\\_sociedade/download/revista\\_17/03-maryse.pdf](http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia_sociedade/download/revista_17/03-maryse.pdf) > Acesso em: 15/07/2008.

FERRARI, A.; CUNHA, A. As origens da crise argentina: uma sugestão de interpretação. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. 2, abril 2008. Disponível em: < <http://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A023.pdf> > Acesso em: 10/08/2008.

IPEA DATA. **Reservas Internacionais - Liquidez Internacional US\$**. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?1214506687> > Acesso em: 29/08/2007.

LEAL, R. P. C.; RÊGO, R. B. Anexo, Investimento Estrangeiro e o Mercado de Capitais no Brasil. In: ANNUAL MEETING OF THE BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES, 1997, Rio de Janeiro. **Regionalism and Globalization in Latin America: A Contradiction?**, v. 1. 1997. Disponível em: < [www.ricardobordeaux.com/downloads/artigo\\_ra\\_usp1997.pdf](http://www.ricardobordeaux.com/downloads/artigo_ra_usp1997.pdf) >. Acesso em: 06/10/2008.

LOMBARDI I. T.; *et. al.* **A dinâmica do contágio entre Brasil e Argentina.** 2004. Disponível em: < [www.mlcc.com.br/artigos/Econometria04.pdf](http://www.mlcc.com.br/artigos/Econometria04.pdf) > Acesso em: 15/10/2008.

MIRANDA, M. C. **Crise cambial e política fiscal em um modelo com restrição de crédito.** 198 f. Tese (Doutorado em Economia), – Departamento de Economia, Universidade Federal de Brasília, Brasília, 2007.

MIRANDA M. C. Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v.10, n. 2, Apr./Jun. 2006. Disponível em: < <http://www.scielo.br/pdf/ecoa/v10n2/a08v10n2.pdf> > Acesso em: 19/08/2008.

MURTA, L.; *et. al.* (2003). **Crise Monetária Brasileira de 1999: uma Análise Econométrica Realizada com Base em Elementos Teóricos de Modelos de Crises Monetárias de Primeira e Segunda Geração.** Anais do XXXI Encontro Nacional de Economia. Disponível em: < [www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/C11.pdf](http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/C11.pdf)> Acesso em: 26/08/2008.

SCHWARTSMAN, A. A crise cambial e o ajuste fiscal. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 1, março 1999. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/73-1.pdf> > Acesso em: 25/08/2008.

TOLEDO, J. Argentina: Cavallo, Galope para o Desastre?. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 12, n. 3, 1992. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/pdf/47-1.pdf> > Acesso em: 29/10/2008.

VADELL, J. A. A política internacional, a conjuntura econômica e a Argentina de Néstor Kirchner. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Brasília, v. 49, n.1, p.194-214. Jan./Jun 2006, Disponível em: < <http://www.ucm.es/info/eid/pb/07Vadell-T.pdf> > Acesso em: 15/08/2008.

VONBUN. C. **Reservas Internacionais para o Brasil: Custos fiscais e patamares ótimos.** Texto para discussão do IPEA, n. 1357, set. 2008. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td\\_1357.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1357.pdf) > Acesso em: 13/09/2008.