

O Efeito-Contágio da Crise Financeira Global nos Países Emergentes

Área 5. Dinheiro, Finanças internacionais e Crescimento

Sub-área 5.2. Economia e Finanças Internacionais

Resumo: A crise financeira originada no mercado imobiliário dos EUA se tornou, ao longo de 2008, uma crise financeira global. Seus impactos sobre as economias emergentes têm sido percebidos tanto pelos canais de comércio, quanto pelos canais financeiros. O presente artigo procura avaliar em que medida o padrão de inserção financeira e comercial externa experimentado no ciclo de expansão da economia mundial entre 2003 e 2007 auxilia na compreensão dos efeitos diferenciados da crise nas principais economias da América Latina, Ásia e Leste Europeu. Uma atenção especial é dada à economia brasileira, que vinha experimentando uma importante trajetória de recuperação do dinamismo econômico, e que foi atingida mais pelos canais financeiros de transmissão da crise do que pelos vínculos comerciais.

Palavras-chave: crise financeira global, efeito-contágio, economias emergentes, economia brasileira.

Abstract: The financial crisis started in mid-2007, with the soaring insolvency and the devaluation of real estate and assets related to American high-risk (subprime) mortgages, has reached systemic proportions in the second half of 2008, after the bankruptcy of many banking and non-banking institutions. The crisis has spread to developing countries by different contagion mechanisms. The present article seeks to discuss if the external (commercial and financial) insertion of these economies in the world economy between 2003 and 2007 helps to the comprehension of the differentiated effects of the crisis in the main countries of the Latin America, Asia and European East, with an special attention in the Brazilian economy.

Key-word: global financial crisis, contagion mechanisms, emerging economies, Brazilian economy

Introdução

Ao longo do ano de 2008, especialmente no segundo semestre, explicitou-se o caráter global da crise financeira originada nos EUA. A ruptura dos canais de crédito se deu em meio à falência e/ou reestruturação, com forte intervenção estatal, de importantes instituições financeiras, principalmente nos EUA e Europa. Todos os segmentos dos mercados de financeiros, em virtualmente todas as economias nacionais, foram fortemente afetados, com queda substantiva nos preços dos ativos financeiros. A espiral deflacionária nos mercados financeiros se dá na forma do que vem sendo denominada de “desalavancagem complexa”, na medida em que envolve a ruptura de posições financeiras previamente assumidas em um contexto de elevada alavancagem patrimonial (IMF, 2008, Unctad, 2008).

Para além da redução expressiva no valor nocional da riqueza financeira, a crise afetou o lado real, revertendo, de forma extremamente veloz, o ambiente anterior de crescimento com estabilidade. A assim-chamada “grande moderação” (Bernanke, 2004) e a tese do “descolamento” dos mercados emergentes deram lugar a uma percepção generalizada de que a dimensão real da crise atingirá a todos. FMI, Banco Mundial e outros órgãos oficiais multilaterais e pesquisadores independentes sinalizam para a possibilidade do ano de 2009 ser caracterizado pela primeira contração da economia mundial desde a Segunda Grande Guerra Mundial.

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

O efeito-contágio da crise sobre os países daquelas regiões ocorreu mediante vários canais de transmissão, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e

bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários). Nossa hipótese básica é de que a inserção diferenciada das principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças internacionais no período 2003-2007 contribui para a compreensão daqueles canais de transmissão e, assim, dos impactos heterogêneos da crise financeira sobre suas respectivas moedas e economias. Por isso mesmo, países com bons fundamentos macroeconômicos não ficaram imunes aos movimentos de fuga para a qualidade, quando do agravamento da crise. Uma atenção especial é dada à economia brasileira, que vinha experimentando uma importante trajetória de recuperação do dinamismo econômico, e que foi atingida mais pelos canais financeiros do que pelos vínculos comerciais.

2. Da Conjuntura Excepcionalmente Favorável à Crise Global

Entre 2003 e 2008 (primeiro semestre) a economia mundial viveu um ciclo de expansão excepcionalmente favorável. Tal caráter “excepcional” se deveu à confluência de alguns fatores, principalmente: crescimento elevado – com taxas médias de variação no PIB global na casa de 4% – associado à inflação baixa (pelo menos até meados de 2007); retomada de dinamismo em regiões que, nos anos 1980 e 1990, apresentaram níveis baixos de expansão da renda, tais como América Latina, África e Leste Europeu, ou em economias maduras como Japão e Alemanha; melhoria substancial nos resultados das contas externas e nas finanças públicas das economias em desenvolvimento previamente caracterizadas por níveis elevados de vulnerabilidade externa e fragilidade fiscal. (Toloui, 2007, BIS, 2007 e 2008, Cepal, 2008, IMF, 2008a). Estas características brotaram em um momento onde a estrutura da economia revelava uma nova realidade: economias emergentes, como China, Índia, Rússia, Brasil, dentre outras, passaram a ter um peso na renda mundial, nos fluxos de comércio e na determinação do ritmo de expansão geral equivalentes ou superiores aos das economias centrais. De acordo com as estimativas do FMI (2008a), em 2007 e 2008, mais da metade do PIB global, medido em paridade poder de compra, era gerado nos países em desenvolvimento.

O eixo central desta nova ordem global girava em torno dos EUA e da China (Ferguson e Schularick, 2007, Unctad, 2008, BIS, 2007 e 2008). O primeiro representava o grande mercado consumidor em última instância, e o segundo a nova fábrica do mundo. Em contrapartida aos resultados favoráveis daquele ciclo

explicitavam-se vários desequilíbrios, especialmente nos pagamentos internacionais. A economia estadunidense, com seus níveis recordes de endividamento nas esferas privada e pública, apresentavam padrões de gastos domésticos que excediam, de forma preocupante à renda nacional. Por conta disso, ampliavam-se os déficits em conta corrente, que de uma média de 2% do PIB no final dos anos 1990, passaram a 4% no começo dos anos 2000 e atingiram o pico de 6% a 7% entre 2006 e 2007. Tais níveis de absorção de poupança externa eram possíveis na medida em que o resto do mundo, especialmente os governos dos países com superávits em conta corrente, passaram a acumular ativos de reserva, também em níveis inéditos (El-Erian, 2008, Unctad, 2008, BIS, 2008).

A expansão dos gastos nos EUA foi facilitada pelas políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas dos anos 2000. Na verdade, a gestão monetária entre 2001 e 2004 representou um esforço de moderar os efeitos reais da crise nos mercados acionários, nos segmentos da “nova” e “velha” economias. As taxas básicas de juros foram reduzidas de 7% para 1%, gerando um alívio nos setores mais endividados e criando a oportunidade para a expansão imobiliária e o surgimento de bolhas especulativas em diversas classes de ativos financeiros. Em paralelo, a gestão fiscal do governo Bush (2001-2009) inverteu a tendência anterior de redução da dívida pública e equilíbrio orçamentário. A combinação entre redução dos impostos, especialmente para empresas e pessoas físicas de maior renda, com aumento dos gastos, particularmente os militares, contribuíram, decisivamente, para o retorno dos déficits gêmeos nos EUA, mas, também, estimularam um novo ciclo de crescimento baseado no consumo e no endividamento. Estímulos semelhantes foram reproduzidos na Europa, onde o *boom* imobiliário também representou uma fonte de expansão da demanda doméstica.

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

crescimento acelerado e espreado, com inflação baixa, tema na China uma explicação fundamental.

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

É importante enfatizar que, ao contrário das crises da segunda metade da década de 1990, cujos epicentros foram as economias emergentes, a crise financeira atual originou-se no mercado norte-americano de hipotecas de alto risco e contaminou, logo nos seus primeiros meses, os demais países desenvolvidos. No primeiro semestre de 2008, começou a se espalhar para alguns países emergentes, mas, somente em meados de setembro, quando ela se converteu num fenômeno sistêmico (após a falência do banco de investimento Lehman Brothers), observou-se seu transbordamento praticamente generalizado para esses países. Nem mesmo aqueles com bons fundamentos e políticas econômicas consideradas saudáveis ficaram incólumes.

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

Essas iniciativas têm tido como denominador comum, em sua maior parte, a ação anti-cíclica, contrariamente ao padrão de política econômica adotado nas situações

pregressas de instabilidade cambial e financeira. Assim, outra dimensão inédita da crise atual (além da sua origem no centro do sistema) consiste na mudança de postura desses governos, que tem priorizado a sustentação da atividade econômica (salvo algumas exceções, como a Hungria, que elevou sua taxa de juros após firmar um acordo com o FMI).

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

3. A inserção diferenciada na economia mundial na fase de *boom*

Conforme argumentado anteriormente, no quinquênio 2003-2007 – com efeitos que se prolongaram no começo de 2008, onde ainda foi possível vislumbrar preços recordes de commodities energéticas e metálicas, e níveis elevados de emprego – a economia mundial vivenciou a fase mais favorável das últimas quatro décadas. As elevadas taxas de crescimento foram acompanhadas por baixas taxas de inflação, disponibilidade de financiamento externo e expansão dos fluxos comerciais. Se por um lado, as regiões emergentes foram especialmente beneficiadas por esse ambiente benigno, por outro lado, ao contrário das fases anteriores de expansão, este ambiente foi em parte reflexo do desempenho dos grandes países dessas regiões. Os chamados BRICS (Brasil, Rússia, Índia e China) foram responsáveis por quase metade do crescimento mundial nesse quinquênio (Cepal, 2008).

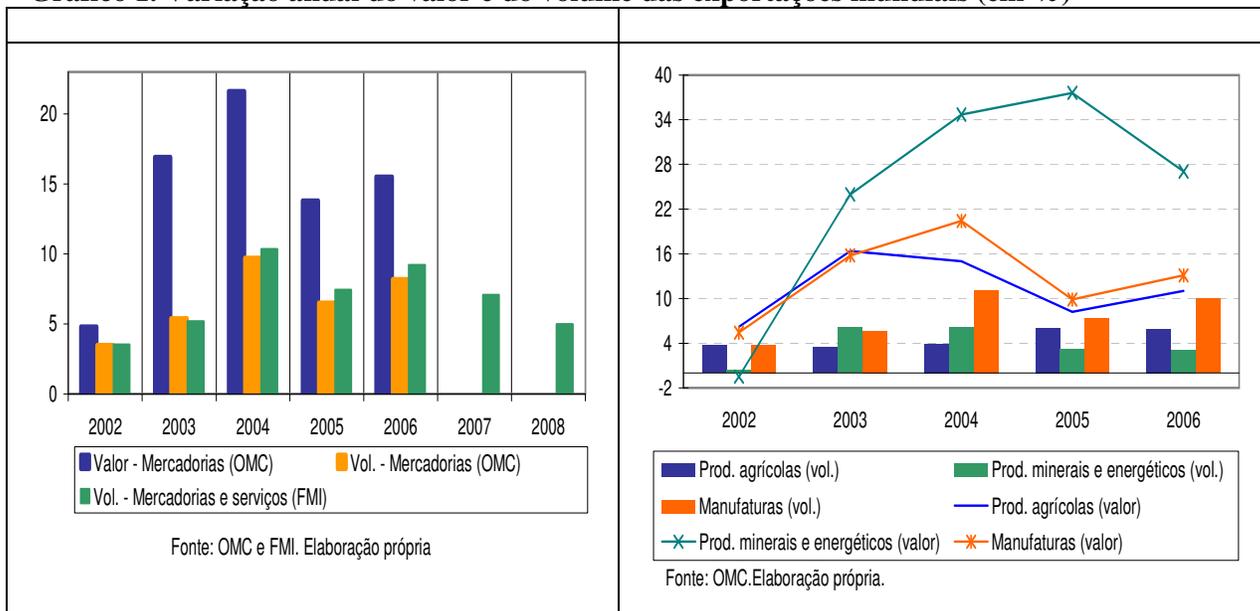
Contudo, a inserção das quatro principais regiões emergentes (América Latina, Ásia, Europa central e do leste e Comunidade dos Estados Independentes¹) no *boom* do comércio e das finanças mundiais, bem como os efeitos dessa inserção sobre as

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

respectivas performances macroeconômicas, diferenciaram-se em função de um conjunto de fatores, dentre os quais se destacam: os regimes cambiais adotados; o grau de abertura financeira; as características dos sistemas financeiros; e; as estruturas das pautas de exportação e importação.

No âmbito do comércio internacional, as robustas taxas de expansão do valor das exportações mundiais entre 2003 e 2007 foram resultado da interação de duas tendências, impulsionadas pelo dinamismo da economia internacional e, sobretudo, das regiões emergentes: o aumento das quantidades transacionadas e a alta dos preços. A importância dessa alta fica evidente na comparação das performances do valor e do volume dessas exportações. Tanto para o total como para as três principais categorias de produtos (agrícolas, minerais e energéticos e manufaturas), as variações do valor das exportações foram superiores àquelas do volume, em função, exatamente, da elevação dos preços² (ver gráficos 1 e 2).

Gráfico 1. Variação anual do valor e do volume das exportações mundiais (em %)

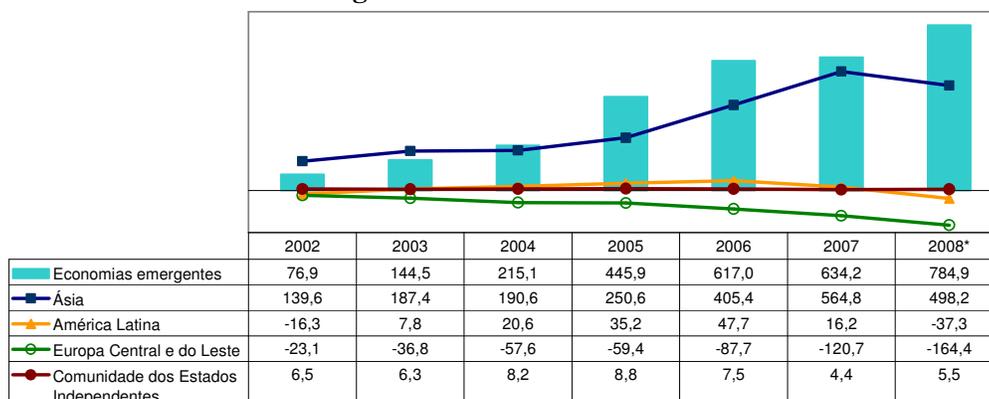


O desempenho positivo do comércio mundial, que abrangeu as diversas categorias de produtos, constitui um dos fatores explicativos do crescimento ininterrupto do superávit da conta corrente do conjunto das economias emergentes entre

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

2003 e 2007. Todavia, as performances regionais foram bastante díspares em função do perfil das pautas de comércio exterior e dos regimes cambiais adotados.

**Gráfico 2. Saldo de transações correntes das economias emergentes
Total e regiões selecionadas - US\$ bilhões**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Elaboração própria. * Previsto

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

Nessa região, os regimes de flutuação suja tornaram-se predominantes após as crises financeiras dos anos 1990, mas a gestão das políticas cambiais foi heterogênea. Por exemplo, enquanto a Argentina elegeu como principal objetivo dessa política a manutenção da uma taxa de câmbio favorável às exportações, no Brasil, no México e no Chile, onde o regime de câmbio flutuante foi acoplado ao sistema de metas de inflação, a apreciação das respectivas moedas foi utilizada como instrumento por excelência para atingir essas metas – estratégia que não comprometeu o desempenho das balanças comerciais exatamente em função dos ganhos de termos de troca.

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

Na Comunidade dos Estados Independentes, que tem uma posição praticamente equilibrada em transações correntes, é importante mencionar casos que não seguem o padrão regional: a Rússia, enquanto exportadora líquida de petróleo, também se beneficiou dessa alta e registrou superávits crescentes na conta corrente, e; a Ucrânia que, ao contrário, ampliou seu déficit nessa conta e sua dependência ao financiamento externo (ver Tabela 1 no Anexo) (IMF, 2008a).

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

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

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

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

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

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

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

2008). O aumento expressivo das emissões brutas de títulos e empréstimos desde 2003 revela a dependência crescente da região em relação a essas modalidades de recursos externos (ver Tabela 3 no Anexo).

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

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

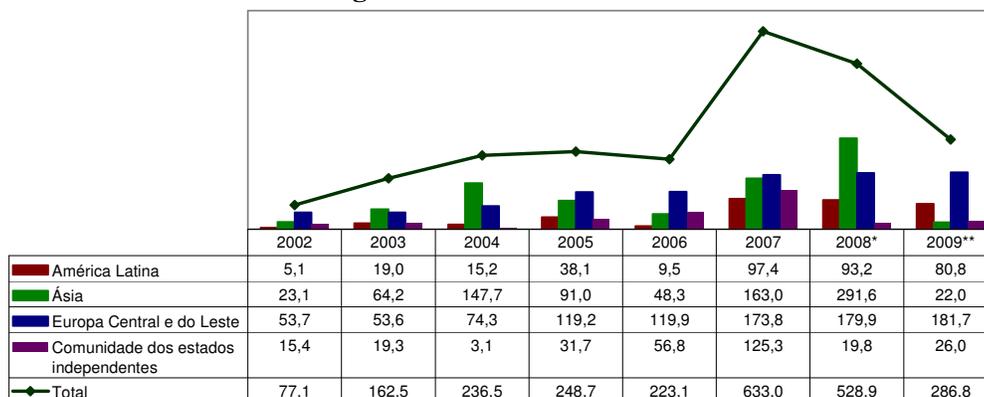
Nesse contexto, as empresas exportadoras buscaram proteger suas receitas em dólares mediante a realização de contratos de derivativos cambiais com os bancos, os quais contraíam empréstimos de curto prazo no mercado internacional para viabilizar esses contratos (ver Tabela 4 do Anexo). Esses empréstimos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

Na América Latina, os dois países que foram responsáveis pela maior parte das emissões brutas no período recente – México e Brasil (ver Tabela 2 no Anexo) – também optaram pelo aprofundamento da abertura financeira após as respectivas crises

cambiais dos anos 1990. Assim como na Coréia, além da emissão de títulos no exterior, esses países absorveram um volume expressivo de aplicações dos investidores não-residentes nos respectivos mercados financeiros (de ações, renda fixa e derivativos), que fomentaram o seu aprofundamento (aumento dos volumes negociados, dos agentes participantes e da liquidez), mas, em contrapartida tornaram sua dinâmica dependente das decisões de alocação de portfólio desses investidores (ver Tabelas 3 e 4 do Anexo).

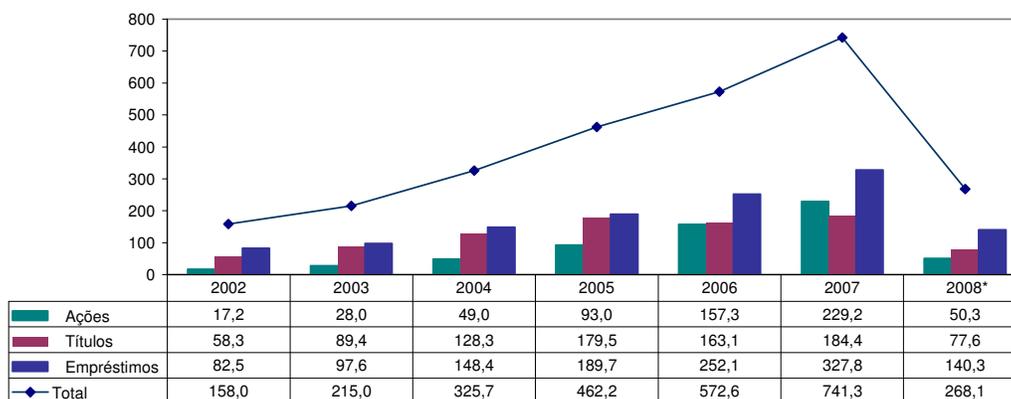
Se considerarmos a composição dos fluxos líquidos de capitais para essa região, o padrão regional da América Latina aproximou-se mais do padrão asiático. Entre 2003 e 2007, os investimentos diretos foram a modalidade principal de recursos externos, atraídos não somente pelo desempenho favorável dos setores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

**Gráfico 3. Fluxos líquidos de capitais privados para as economias emergentes
Total e regiões selecionadas - US\$ bilhões**



Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database. Elaboração própria. * Previsto ** Estimado.

Gráfico 4. Emissões brutas pelas economias emergentes - US\$ bilhões



Fonte: International Monetary Fund, Global Financial Stability. Elaboração própria. * Primeiro semestre

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

4. O efeito-contágio da crise sobre as moedas emergentes e as respostas de política

O efeito-contágio da crise sobre as regiões emergentes ocorreu mediante vários canais de transmissão – que derivam das múltiplas relações de interdependência entre as economias emergentes e avançadas –, envolvendo seja a conta corrente (queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial e aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos), seja a conta financeira (menor ingresso de investimento direto, saída dos investimentos de portfólio, interrupção das linhas de crédito comercial e forte contração dos empréstimos bancários).

Os defensores da hipótese do descolamento desconsideraram não somente a existência desses vários canais, mas também uma característica comum a todas as

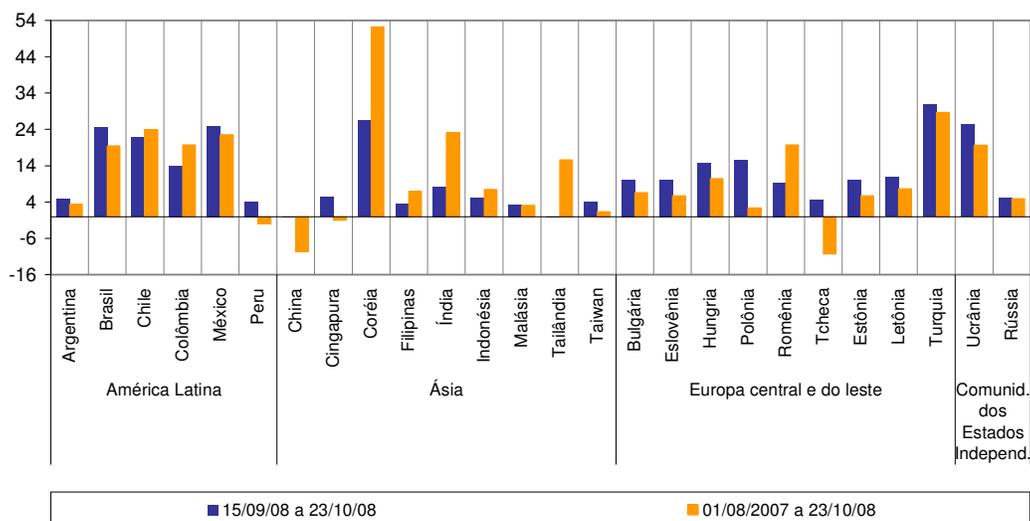
economias emergentes, que explica o efeito-contágio praticamente generalizado da crise sobre suas respectivas taxas de câmbio, qual seja: a pior qualidade de suas moedas relativamente às moedas dos países desenvolvidos, que as tornam mais vulneráveis aos movimentos de fuga para a qualidade dos investidores globais.

Enquanto a inserção diferenciada das quatro principais regiões emergentes no *boom* do comércio e das finanças internacionais no período 2003-2007 contribui para a compreensão desses canais e, assim, dos impactos heterogêneos da crise financeira sobre suas respectivas moedas (e economias), essa característica elucida porque mesmo países com bons fundamentos macroeconômicos (incluindo elevadas reservas internacionais) não ficaram imunes a esse efeito.

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

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

Gráfico 5. Variação das taxas de câmbio – Períodos selecionados



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

Na Coreia, a deterioração da conta de transações correntes não é suficiente para explicar a depreciação cambial recorde entre agosto de 2007 e o dia 23 de outubro de 2008 (cerca de 52%). Essa depreciação está relacionada com a estratégia de ampliar a abertura financeira que, num contexto de apreciação cambial resultou no ingresso de volumes expressivos de recursos de curto prazo (empréstimos bancários e investimentos de portfólio em ações – ver Tabelas 4 e 5 no Anexo) e de contratos de derivativos cambiais, como mencionado na seção anterior. Com a eclosão da crise, esses investimentos passaram a ser resgatados e os bancos não conseguiram rolar seus empréstimos no exterior, o que implicou depreciação cambial e perdas para as empresas que estavam com posições vendidas nesses contratos, o que adicionou pressões sobre a taxa de câmbio coreana, na medida em que essas perdas tinham que ser cobertas com a entrega de dólares.

Já as moedas dos países latino-americanos, ao contrário da coreana, resistiram por mais tempo ao efeito-contágio. No primeiro semestre de 2008, suas moedas se apreciaram em função, principalmente, da alta dos preços das *commodities* que se sustentou até junho (Cepal, 2008). Mas, a partir de agosto começaram sua trajetória de depreciação – em função da queda dos preços das *commodities* e do aumento da saída de capitais das bolsas de valores –, que se intensificou com a virtual interrupção das linhas de crédito comercial e com o movimento generalizado de fuga para a qualidade (ou seja, para os títulos do tesouro americano) após a falência do Lehman Brothers.

Assim como na Coreia, a desmontagem das posições das empresas exportadoras nos mercados de derivativos cambiais reforçou essa trajetória (IMF, 2008c).

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

Diante do efeito-contágio da crise, os governos de vários países emergentes adotaram um conjunto de iniciativas para conter a depreciação de suas moedas, bem como os desdobramentos da crise sobre os sistemas financeiros domésticos e o desempenho do nível de atividade. As iniciativas envolveram reduções das taxas de juros básicas, medidas preventivas de estabilização do sistema financeiro (caso das garantias aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira concedidas pelos governos de Cingapura, Hong Kong e Malásia), planos de apoio aos bancos com elevado endividamento externo (Coreia), vendas de dólares das reservas cambiais (México) e firmação de acordos com o FMI (Hungria e Ucrânia). Vale destacar que durante a negociação do seu acordo com o Fundo, a Hungria foi forçada a elevar sua taxa de juros (ver Quadro 1 no Anexo).

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

5. Considerações finais

Os dados disponíveis sobre o desempenho do lado real das principais economias emergentes sugere que a tese do descolamento perdeu sentido no final de 2008, começo de 2009. Economias de crescimento elevado, como as asiáticas, experimentaram fortes contrações em bases trimestrais já último trimestre de 2008, ou, como no caso da China,

verificou-se uma sensível desaceleração. As expectativas para o comportamento do PIB em 2009 têm sido recorrentemente revisadas para baixo.

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

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

No segundo semestre, diante do aprofundamento da crise e do seu transbordamento para os mercados de crédito dos países emergentes – seja diretamente (no caso dos sistemas mais dependentes de *funding* externo ou com presença expressiva de bancos estrangeiros), seja indiretamente (pelas perdas das empresas com derivativos cambiais e pelo aumento da preferência pela liquidez dos agentes diante do quadro de elevada incerteza) – a atividade econômica desses países deve registrou uma desaceleração mais intensa.

Neste contexto, o presente artigo procurou avaliar os diferentes canais de transmissão da crise e o ponto de partida das principais economias emergentes, expressos pelo seu perfil de integração global, particularmente no ciclo de elevado crescimento que antecedeu a atual ruptura generalizada dos mercados financeiros.

Ainda que não se possa vislumbrar com clareza o equacionamento da crise, pode-se levantar a hipótese de que a combinação daquele perfil de inserção com as medidas de política que vem sendo implementadas contribuirão, decisivamente, para a definição do ritmo de recuperação das economias individuais. Isto não significa dizer que, isoladamente, os países poderão equacionar seus problemas correntes. Pelo contrário, posto que o caráter global e sistêmico da crise impõe a necessidade política de construir saídas coletivas. Todavia, e a despeito deste alerta fundamental, procurou-se verificar, ainda que de forma preliminar, os impactos diferenciados da crise, nas dimensões comerciais e financeiras, de modo a melhor delimitar seu escopo nas distintas regiões e países.

Bibliografia

BERNANKE, B. *The Great Moderation*. Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004

BIS. 77th *Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements, 2007 (www.bis.org).

BIS. 78th *Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements, 2008 (www.bis.org).

CEPAL. *Panorama de la inserción internacional de la América Latina y el Caribe 2007*, tendencias 2008. Octubre. Disponível em <http://eclac.org>

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. *International Financial Stability*, Deutsche Bank, 2005. (<http://econ.ucsc.edu/~mpd/>).

(The) ECONOMIST. Into the storm, *The Economist* print edition, oct. 23, 2008.

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

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

FERGUSON, N., SCHULARICK. M. *Chimerica and Global Asset Markets*, 2007

IMF – International Monetary Fund. *World Economic Outlook*, out., 2008a. Disponível em <http://www.imf.org>

_____ *Regional Economic Outlook – Western Hemisphere*, out., 2008b.

_____ *Regional Economic Outlook – Europe*, out., 2008c.

UNCTAD. *Trade and development report*, Sept., 2008. Disponível em <http://www.unctad.org>

TOLOUI, R. *When Capital Flows Uphill: Emerging Markets as Creditors*. PIMCO, 2007. (www.pimco.com, acesso em junho de 2007)

Tabela 1. Saldo de transações correntes

	América Latina				Ásia			Europa central e do leste				Comunid. Est. Indep.	
	Argent.	Brasil	Chile	México	China	Coréia do Sul	Índia	Turquia	Estônia	Hungria	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	8.767	-7.637	-580	66.052	35.422	5.394	7.060	-626	-779	-4.693	-625	29.116	3.174
2003	8.140	4.177	-779	78.083	45.875	11.950	8.773	-7.515	-1.115	-6.721	-921	35.410	2.891
2004	3.213	11.738	2.074	94.979	68.659	28.174	780	-14.431	-1.413	-8.561	-1.762	59.514	6.909
2005	5.102	13.984	1.449	109.369	160.818	14.981	-7.835	-22.137	-1.382	-7.463	-1.992	84.444	2.531
2006	7.691	13.620	6.838	127.929	253.268	5.385	-9.415	-31.893	-2.759	-6.824	-4.522	94.367	-1.617
2007	7.210	1.460	7.200	151.130	371.833	5.954	n.a.	-37.575	-3771,8	-6.777	-6.232	78.310	-5.272

Fonte: FMI, CD IFS - Economic Concept View, Balance of Payments. Elaboração própria

Tabela 2. Fluxos líquidos de capitais privados e variação de reservas Economias emergentes (US\$ bilhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*	2009**
Economias Emergentes¹ -Total	77,1	162,5	236,5	248,7	223,1	633,0	528,9	286,8
Investimento direto	156,6	166,2	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Fluxos financeiros	-79,5	-3,8	47,4	-13,1	-22,9	254,0	85,2	-127,8
Investimento de portfólio	-91,9	-13,0	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Outros fluxos de capitais ²	12,4	9,2	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Fluxos Oficiais - líquido	-1,0	-50,6	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Variações nas reservas ³	-195,1	-364,0	-508,4	-595,8	-754,3	-1.256,1	-1.270,1	-920,2
Ásia⁴								
Investimento direto	53,3	70,4	64,5	104,3	96,5	160,4	224,5	181,2
Fluxos financeiros	-30,2	-6,2	83,2	-13,3	-48,2	2,6	67,1	-159,1
Investimento de portfólio	-60,0	7,9	13,4	-9,3	-110,7	14,8	-24,8	-108,4
Outros fluxos de capitais ²	29,9	-14,1	69,9	-4,0	62,5	-12,2	91,9	-50,7
Variações nas reservas ³	-154,8	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8	-752,4	-546,2
América Latina								
Investimento direto	50,2	38,2	49,0	52,3	27,3	79,5	73,7	70,8
Fluxos financeiros	-45,1	-19,2	-33,8	-14,2	-17,9	18,0	19,5	10,0
Investimento de portfólio	-15,3	-11,0	-18,7	5,1	-13,4	32,6	23,1	18,6
Outros fluxos de capitais ²	-29,8	-8,3	-15,1	-19,3	-4,4	-14,6	-3,6	-8,6
Variações nas reservas ³	1,5	-33,6	-22,1	-33,8	-49,5	-130,8	-74,0	-20,3
Europa Central e do Leste								
Investimento direto	24,5	17,1	36,1	51,7	64,3	74,8	77,3	81,8
Fluxos financeiros	29,3	36,5	38,2	67,4	55,6	99,0	102,6	100,0
Investimento de portfólio	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-7,7	10,4	15,5
Outros fluxos de capitais ²	27,2	28,5	9,8	45,9	45,6	106,7	92,2	84,5
Variações nas reservas ³	-18,1	-12,8	-14,7	-45,9	-22,8	-41,6	-22,9	-21,3

Fonte: World Economic Outlook, outubro 2008. Elaboração própria.

Notas:

*Previsto

** Estimado

¹ Inclui Israel e as Novas Economias Industrializadas da Ásia.

² Refere-se às diversas modalidades de empréstimos bancários.

³ Sinal negativo indica um acréscimo.

⁴ Inclui as Novas Economias Industrializadas da Ásia. Exclui os efeitos da recapitalização de dois grandes bancos comerciais chineses com reservas estrangeiras (US\$45 bilhões).

Tabela 3. Emissões brutas das economias emergentes (US\$ bilhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Ásia	76,5	100,2	152,4	195,3	243,1	315,3	110,5
% Total	48,4	46,6	46,8	42,3	42,5	42,5	41,2

Títulos	17,2	26,7	44,6	44,5	41,7	47,3	20,2
% Total	29,5	29,9	34,7	24,8	25,6	25,7	26,0
Ações	12,9	23,0	36,8	68,8	101,0	118,0	26,1
% Total	75,3	81,9	75,0	74,0	64,2	51,5	52,0
Empréstimos	16,4	50,6	71,0	82,0	100,4	150,0	64,1
% Total	19,9	51,8	47,9	43,2	39,8	45,8	45,7
China, Índia e Coréia	29,5	38,2	70,0	112,9	137,9	209,4	69,0
% Total	38,5	38,1	45,9	57,8	56,7	66,4	62,5
América Latina	31,9	46,9	56,5	86,2	76,3	133,0	39,5
% Total	20,2	21,8	17,4	18,6	13,3	17,9	14,7
Títulos	18,8	32,8	33,7	61,0	30,7	38,7	14,4
% Total	32,3	36,7	26,3	34,0	18,8	21,0	18,5
Ações	2,2	1,2	2,2	6,0	18,8	47,7	11,5
% Total	12,9	4,3	4,5	6,5	11,9	20,8	22,9
Empréstimos	10,8	13,0	20,6	19,2	26,8	46,5	13,6
% Total	13,1	13,3	13,9	10,1	10,6	14,2	9,7
Brasil e México	19,8	29,9	36,6	42,2	51,1	91,8	24,1
% Total	62,1	63,7	64,7	49,0	67,0	69,1	60,9
Europa	29,6	45,1	70,2	104,3	133,6	164,8	77,7
% Total	18,8	21,0	21,6	22,6	23,3	22,2	29,0
Títulos	14,9	22,8	33,0	52,3	50,6	59,8	33,5
% Total	25,5	25,5	25,7	29,1	31,0	32,4	43,2
Ações	1,7	2,5	5,6	11,3	24,2	41,7	7,2
% Total	9,6	8,9	11,3	12,1	15,4	18,2	14,4
Empréstimos	13,1	19,8	31,6	40,8	58,7	63,4	37,0
% Total	15,9	20,3	21,3	21,5	23,3	19,3	26,4
Rússia e Turquia	14,4	20,7	36,6	56,0	92,3	119,2	45,2
% Total	48,4	45,83	52,17	53,67	69,11	72,34	58,16

Fonte: IMF. *Global Financial Stability Report*, Oct., 2008, Tab. 14,15 e 16 – Anexo estatístico.

Elaboração própria.

Nota: * Primeiro semestre

Tabela 4. Outros fluxos de capitais (US\$ bilhões)

	América Latina				Ásia			Europa central e do leste				Comunid. Est.Indep.	
	Argent.	Brasil	Chile	México	China	Coréia do Sul	Índia	Turquia	Hungria	Estônia	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	-9.920	-9.331	728	-3.164	-1.029	5.263	2.164	-3.676	399	668	-517	1.877	734
2003	-4.580	-5.724	1.543	-4.114	12.040	2.434	1.742	24.547	501	533	6.000	1.945	715
2004	-2.635	-4.404	-829	-3.939	35.928	4.282	6.701	19.331	744	2.352	3.199	5.131	4.196
2005	-3.661	785	2.028	-1.124	44.921	9.473	10.876	45.846	372	2.176	6.769	7.731	5.749
2006	-2.020	23.491	4.206	-4.652	45.118	56.330	20.488	30.340	1.955	4.033	6.491	9.598	10.189
2007	-766	31.923	6.817	8.880	81.806	59.836	n.a.	136.798	1645,4	7.317	13.405	20.301	22.994

Fonte: FMI, CD IFS - Economic Concept View, Balance of Payments. Elaboração própria.

Tabela 5. Investimentos de portfólio (US\$ bilhões)

	América Latina				Ásia			Europa central e do leste				Comunid. Est.Indep.	
	Argent.	Brasil	Chile	México	China	Coréia do Sul	Índia	Turquia	Hungria	Estônia	Letônia	Rússia	Ucrânia
2002	-5.117	-4.797	999	-1.003	1.752	5.378	1.022	-694	1.503	3.756	1.461	1.844	693
2003	-7.663	5.129	2.054	3.558	8.444	22.690	8.216	851	3.851	-2.329	-36	2.902	1.424
2004	-9.339	-3.996	1.122	5.238	13.203	18.375	9.037	1.856	9.411	4.406	58	7.353	1.715
2005	-1.731	6.655	1.394	8.366	21.224	14.114	12.144	7.070	14.670	-828	497	5.784	7.808

2006	7.931	9.051	776	1.296	42.861	8.056	9.549	5.714	11.402	9.124	703	8.751	5.604
2007	7.207	48.104	-373	14.773	20.996	29.974	n.a.	3.043	2.780	12.729	-162	516	9.891

Fonte: FMI, CD IFS - Economic Concept View, Balance of Payments. Elaboração própria.

**Quadro 1. Principais iniciativas de política econômica dos países emergentes
(exclusive o Brasil)**

Região	País	Iniciativa
AMÉRICA LATINA	Argentina	O governo anunciou no dia 22/10/2008 a decisão de estatizar os 10 fundos de previdência privada
	México	No dia 21 de outubro , o governo decidiu fornecer US\$ 3,92 bilhões em garantias para o refinanciamento de dívidas vincendas em 2008 pelas empresas.
	Chile	O Banco Central manteve sua taxa de juros básica em 8,25% ao ano em 06/11/2008
ÁSIA	Coréia	O governo anunciou no dia 19/10/2008 um pacote envolvendo de US\$ 130 bilhões de ajuda aos bancos domésticos: US\$ 100 bilhões servirão como garantia, num período de três anos, aos empréstimos externos contraídos entre os dias 19/10/2008 e 30/06/2009; os restantes US\$ 30 bilhões serão destinados aos bancos mais afetados pela contração do crédito em moeda estrangeira.
	China	O Banco Central reduziu no dia 27/10/2008 em 0,75 p.p. sua taxa de juros básica numa reunião extraordinária.
	China	O Banco Central da China anunciou em 29/10/2008 um corte de 0,27 pontos percentuais da taxa de juros básica (de 6,93% para 6,66%) e da taxa de depósito (de 3,87% para 3,60%). Este é o terceiro corte dos juros nas últimas seis semanas.
	Cingapura	No dia 16 de outubro o governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010
	Hong Kong	No dia 14 de outubro o governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010
	Hong Kong	A autoridade monetária anunciou no dia 30/10/2008 um corte da taxa de juros em 0,5 pontos percentuais (de 2,0% para 1,5%), seguindo o corte de juros anunciado dia 29/10/2008 pelo Fed. Esta é a segunda redução dos juros em outubro, a outra ocorreu em 09/10/2008 , quando os juros foram de 2,5% para 2,0% ao ano.
		O Banco Central promoveu no dia 20/10/2008 um corte de 100

pontos básicos na sua taxa de desconto

Índia

O Banco Central reduziu em **01/11/2008** sua taxa principal de juros para empréstimos em 0,5 ponto percentual (de 8,0% para 7,5% ao ano), a segunda vez em duas semanas. O governo também anunciou que recomprará títulos a fim aumentar a liquidez da economia.

O governo e o Banco Central anunciaram um pacote de emergência em **29/10/2008** a fim de proteger a estabilidade do sistema financeiro e a economia nacional, em resposta à pressão crescente contra a moeda nacional e a bolsa de valores. O pacote inclui a compra de títulos do governo, a repatriação dos ganhos em moeda estrangeira das empresas estatais, além da realização de *swaps* cambiais com os bancos centrais da China, Japão e Coréia do Sul, se necessário.

ÁSIA

O Banco Central da Indonésia manteve sua taxa de juros básica em 9,5% ao ano em **06/11/2008**

Indonésia

Malásia

No dia **16 de outubro**, o governo ofereceu garantia aos depósitos em moeda doméstica e estrangeira até o ano de 2010

Taiwan

O Banco Central reduziu a taxa básica de juros (de 3,25% para 3% ao ano), a taxa de acomodações com colaterais (de 3,625% para 3,375% ao ano) e a taxa de acomodações sem colaterais (de 5,5% para 5,25% ao ano) em 0,25 ponto percentual no dia **30/10/2008**. A medida representa o terceiro corte nos juros realizado em menos de dois meses.

Rússia

O parlamento da Rússia aprovou dia **23/10/2008** duas medidas para atenuar a turbulência nos mercados financeiros domésticos: (1) 175 bilhões de rublos do orçamento poderão ser utilizados para apoiar instituições financeiras em dificuldades; (2) a agência de seguro de depósitos receberá um aporte adicional de 200 bilhões de rublos.

COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES

O conselho executivo do Fundo Monetário Internacional (FMI) aprovou em **06/11/2008** o pacote de US\$ 16,4 bilhões disponíveis por 24 meses anunciado no dia 26/10. O país terá acesso imediato a cerca de US\$ 4,5 bilhões. O plano inclui mudanças nas políticas monetária e cambial, recapitalização dos bancos e ajustes fiscais.

Ucrânia

		<p>O Banco Central anunciou em 28/10/2008 um corte da sua taxa de juros em 0,5 ponto percentual (4,25% para 3,75% ao ano).</p>
	Eslováquia	
EUROPA CENTRAL E DO LESTE	Hungria	<p>O Banco Central elevou no dia 22/10/2008 em 3 p. p. sua taxa de juros básica.</p> <p>Em 28/10/2008 o FMI, a União Européia e o Banco Mundial aprovaram um pacote de € 20 bilhões (US\$ 25 bilhões) para a Hungria. O FMI concederá € 12,5 bilhões (US\$ 15,7 bilhões) sob a forma de empréstimo a 17 meses. A UE participará do pacote com € 6,5 bilhões (8,1 bilhões) e o Banco Mundial com € 1,0 bilhão (US\$ 1,3 bilhão).</p> <p>O governo da Hungria propôs em 06/11/2008 um Pacote de US\$ 3,0 bilhões de ajuda ao sistema bancário, que foi atingido pela crise financeira internacional. Este plano é parte do pacote do FMI, Banco Mundial e União Européia de US\$ 25,8 bilhões, aprovado semana passada.</p>
	República Tcheca	<p>O Banco Central Reduziu no dia 06/11/2008 sua taxa de juros básica em 0,75 pontos percentuais (de 3,5% para 2,75%).</p>
	Sérvia	<p>Em 06/11/2008 o Banco Central aumentou a taxa de juros básica em 2,0 pontos percentuais (de 15,75% para 17,75% ao ano), a fim de conter a inflação e fortalecer a moeda nacional. Foi anunciado em 06/11/2008 que o governo assinará um acordo precaucional com o Fundo Monetário Internacional para restaurar a confiança no país.</p>
ORIENTE MÉDIO	Arábia Saudita	<p>O governo anunciou em 26/10/2008 que injetará 10 bilhões de riyals (US\$ 2,67 bilhões) no Saudi Credit Bank para prover concessão de empréstimos sem juros a cidadãos de baixa renda.</p>

Fonte: BBC News, Bloomberg e Agências Reuters. Elaboração própria.