

S
UFRJ/IE
TD424

ns 207844

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

*Âncora cambial, ajuste fiscal e política monetária:
teoria e lições da América Latina*

nº 424

Rogério Sobreira Bezerra

Textos para Discussão

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

*Âncora cambial, ajuste fiscal e política monetária:
teoria e lições da América Latina*

nº 424

Rogério Sobreira Bezerra' ✓

Novembro de 1998



43 - 016806

Diretor Geral: Prof. João Carlos Ferraz

Diretor Adj. de Graduação: Prof. Maria Lúcia T. Werneck Vianna

Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Francisco Eduardo P. de Souza

Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. João Lizardo R. Hermes de Araújo

Diretor Adj. Administrativo: Prof. João Carlos Ferraz

Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer

Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro

Editoração: Jorge Amaro
Beatriz Abreu

Revisão: Janaina Medeiros

Secretária: Joseane de O. Cunha

Impressão: Paulo Wilson de Novais

CCJE/BIBLIOTECA EUGÊNIO GUDIN

DATA: 27/1/4/99

REGISTRO N.º

503027-7

MS 207844

adm 210160
Ficha catalográfica

BEZERRA, Rogério Sobreira.

Âncora cambial, ajuste fiscal e política monetária: teoria e lições da América Latina. / Rogério Sobreira Bezerra. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IE.

45 p.; 21cm. (Texto para Discussão. IE/UFRJ; n.º. 424).

1. América Latina - Política Monetária. 2. América Latina - Ajuste Fiscal. 3. Estabilização Econômica - América Latina. I. Título. II. Série.

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar)-Praia Vermelha-CEP: 22290-240/Cx. Postal: 56028-Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

SUMÁRIO

1. Âncora cambial e AMBP: o caso dos países cronicamente inflacionários	6
2. Background inflacionário, timing de convergência e apreciação cambial	7
3. Ajuste fiscal e os limites à condução da política monetária sob câmbio fixo	22
4. Algumas lições das experiências latino-americanas	38
5. Notas	41
6. Referências bibliográficas	44

As políticas de estabilização baseadas na âncora cambial têm sido a tônica na América Latina nos anos 90. A utilização das mesmas deriva do esgotamento das tentativas de caráter mais "heterodoxo", bem como da percepção de que a moeda estrangeira torna-se gradativamente a referência (unidade de conta) à medida que os preços internos elevam-se, chegando mesmo a desempenhar o papel de meio de troca nas fases agudas das hiperinflações. Fica evidente, então, que se for possível atrelar de alguma maneira a moeda nacional à moeda estrangeira, os preços domésticos passariam a evoluir de acordo com a inflação internacional.

Nas entrelinhas da argumentação acima está a idéia de que preços de mercadorias semelhantes têm de ser semelhantes quando expressos em termos da mesma moeda, independentemente do local em que são produzidas. Nestas circunstâncias, a taxa de câmbio mediria apenas a relação entre as moedas de dois países. Esta é a Lei do Preço Único (LPU)².

Da lei fica evidente que o câmbio flexível é o regime cambial ideal. Como não dispõem de "prerrogativas" suficientes para fazer valer este regime, os planos de estabilização baseados na âncora cambial têm como requisito básico a fixação da taxa de câmbio "correta" a fim de garantir a rápida convergência dos preços domésticos à inflação internacional, evitando com isso os problemas de balanço de pagamentos.

Este trabalho analisa três experiências de âncora cambial na América Latina: a chilena de 1978-82, a me-

xicana de 1988-94 e a argentina, iniciada em 1991 e que, até agora, foi bem sucedida em evitar o colapso da sua moeda. Procura-se mostrar que os fatos não se comportam exatamente como preconizado pela teoria, em especial no que se refere à convergência dos preços domésticos. Objetiva-se, em especial, discutir as dificuldades da condução da política monetária em um contexto aonde nem sempre é possível sacrificar o crescimento econômico.

1. ÂNCORA CAMBIAL E AMBP: O CASO DOS PAÍSES CRONICAMENTE INFLACIONÁRIOS

A principal dificuldade que países cronicamente inflacionários encontram para estabilizar suas moedas através de programas de âncora cambial consiste em garantir um adequado comportamento dos preços pós-ajuste. A taxa de câmbio deve ser fixada em um nível tal que mantenha a relação de preços indicada pela LPU. Assim, ela torna-se automaticamente o parâmetro para os formadores de preço da economia, a âncora nominal³.

No entanto, como mostra a abordagem monetária do balanço de pagamentos (AMBP)⁴, a principal dificuldade associada aos processos de ancoragem estaria na administração da política monetária pós-âncora cambial, já que os desequilíbrios do balanço de pagamentos sempre refletiriam desajustes no mercado monetário.

É importante notar que, conforme preconizado pela LPU, os programas de estabilização baseados na ancoragem cambial enfrentam uma contradição em seus termos. Economias com regime de câmbio fixo ou administrados estariam mais sujeitas – para não dizer inelutavelmente condenadas – a desequilíbrios nos seus sistemas monetários já que não contariam com o mecanismo automático

de ajuste do BP representado pelos movimentos da taxa de câmbio. Assim, a âncora deveria ser entendida como um mecanismo de utilidade temporária que garantiria, se bem conduzida, a transição para um regime mais próximo do câmbio flexível.

Neste sentido, podemos analisar as experiências dos três países acima referidos à luz de pelo menos dois elementos fundamentais na discussão a respeito da condução da política monetária (e econômica) pós-ajuste: (i) o *background* inflacionário e o *timing* da convergência, com seus efeitos de apreciação cambial; e (ii) o papel do ajuste fiscal pré e pós estabilização.

2. BACKGROUND INFLACIONÁRIO, TIMING DE CONVERGÊNCIA E APRECIAÇÃO CAMBIAL

A partir da LPU pode-se formular a seguinte proposição: na ausência de quaisquer barreiras comerciais e custos de transporte, um país que implementasse uma rígida disciplina monetária – isto é, que evitasse criar moeda em excesso *vis-à-vis* a demanda estável – veria seus preços convergirem rapidamente à inflação internacional. O corolário desta proposição para países com histórico de alta inflação é claro: o verdadeiro problema a atacar é a indisciplina monetária (e fiscal, por consequência).

Entretanto, mesmo garantindo a rígida disciplina monetária, países com histórico de inflação testemunham uma elevação dos preços após a estabilização superior à inflação internacional.

Já que a mesma parece ser independente da disciplina monetária, pode-se atribuir pelo menos três outras causas, não excludentes, para a inércia inflacionária: i) um

histórico de experimentos de estabilização mal sucedidos que colaboram para desacreditar as autoridades econômicas e a moeda nacional, dificultando a reversão das expectativas inflacionárias; ii) a manutenção de regras de indexação, formais e/ou informais, não totalmente eliminadas no momento que precede a adoção do plano de estabilização – e em alguns casos, mantidas parcialmente mesmo após este momento. Este seria o caso, por exemplo, das políticas de renda conduzidas para “salvaguardar” a posição relativa de uma ou mais classes na passagem para o novo regime; iii) a “viscosidade” dos preços, potencializada por ii⁵.

Qualquer que seja o motivo, no entanto, seus efeitos se assemelhariam àqueles de uma emissão monetária além da demanda sob câmbio fixo: apreciação cambial e desequilíbrios na conta corrente. Cria-se, assim, uma dificuldade para os gestores da política econômica diretamente relacionada ao tempo. Em outras palavras, se o resíduo produz uma apreciação real efetiva da taxa de câmbio, a qual leva a desequilíbrios no balanço de pagamentos, a estabilização baseada na âncora cambial poderá vir a fracassar por conta do risco de que a convergência à inflação internacional ocorra após um intervalo de tempo longo o suficiente para produzir desequilíbrios insustentáveis no balanço de pagamentos.

a. Chile

Com o objetivo de reduzir a taxa de inflação, que já havia atingido cerca de 500% ao ano, o Chile implementa, a partir de 1974, uma severa política de ajuste fiscal que reduz a alta dos preços para 30% ao ano por volta de 1978. Amparado neste sucesso, o governo adota no início daquele ano uma política de prefixação da taxa de câmbio com vistas a levar a inflação a níveis internacionais (um

dígito). Segundo as regras, a taxa de câmbio seria reajustada sempre abaixo da inflação. Finalmente, em meados de 1979, o governo decide fixar a cotação de 39 pesos por dólar “para sempre”.

Além desta política de *crawling peg* e da reforma fiscal previamente implementada, o governo chileno também decidiu ampliar o grau de integração da sua economia à economia internacional com vistas a tornar mais eficaz a âncora cambial. Assim, aumentou consideravelmente a conversibilidade da conta de capital, levantando as restrições ao ingresso de capitais via sistema bancário, bem como relaxou as restrições às remessas de recursos e às operações cambiais entre residentes. Por fim, também em meados de 1979, passou a condicionar a emissão monetária à variação das reservas, em um típico esquema de *currency board*⁶.

Apesar destas medidas, os preços domésticos não convergiram imediatamente à inflação internacional, como pode ser depreendido da tabela 1. Este resultado é curioso posto que, aparentemente, o Chile havia realizado as reformas necessárias capazes de eliminar quase que por completo as fontes de pressão sobre a política monetária, bem como, ao ampliar o grau de abertura da economia, supostamente “forçaria” a convergência dos preços domésticos aos preços internacionais a um ritmo mais elevado do que se tal expediente não fosse utilizado. Em outras palavras, à primeira vista, o Chile havia assegurado os fundamentos de uma reforma monetária que, teoricamente, seria bem sucedida⁷.

Entretanto, o que a tabela 1 mostra é um resultado bastante distinto do preconizado pelo modelo. A convergência à inflação internacional – aqui medida pela inflação americana cuja média neste período foi de 7% – só ocorreu em meados de 1981, três anos após a implementação da âncora cambial. O resultado em termos

da apreciação cambial é indiscutível, conforme mostra a tabela 2. A apreciação acumulada do segundo trimestre de 1979 ao primeiro trimestre de 1982, foi de nada menos que 50%. A consequência para o balanço de pagamentos reflete-se no déficit em transações correntes como percentual do PIB que sai de 3,9% em 1977 para 13,9% em 1981, baixando para 9% em 1982, resultado este que já refletia o abandono da âncora cambial no segundo semestre.

No caso específico do Chile, a não convergência imediata dos preços domésticos à inflação americana se deveu à implementação de políticas de renda que desencadearam desequilíbrios de ordem monetária. Neste sentido, "o principal fator por trás da resistência da inflação chilena à queda (...) foi a legislação salarial, que passou a garantir, a partir de 1979, uma indexação plena dos salários pela inflação passada." (Souza, *ibid.*: 8).

Essa inflexibilidade é transmitida ao câmbio fixo, que passa a acumular defasagens crescentes, afastando a taxa de câmbio real do seu nível de equilíbrio, como deixa claro os déficits crescentes nas transações correntes (tabela 2).

A contrapartida dos déficits nas transações correntes é um volume cada vez mais elevado de capitais externos, que chega a atingir no primeiro semestre de 1981 um valor correspondente a nada menos que 25% do PIB. Este resultado também é consequência da apreciação cambial visto que a fixação de uma taxa de câmbio não condizente com o equilíbrio do mercado monetário impede a igualdade entre as taxas de juros doméstica e internacional.

Tabela 1

Chile - Taxa Anual de Inflação

Médias Trimestrais - 1978-1982

Ano/Trimestre	IPC
1978 I	33.1
II	34.7
III	33.4
IV	27.2
1979 I	25.4
II	34.6
III	51.8
IV	41.1
1980 I	29.5
II	33.3
III	28.1
IV	34.4
1981 I	18.4
II	11.7
III	9.3
IV	6.7
1982 I	2.9
II	-0.8
III	26.1
IV	55.8

Fonte: Mathieson & Rojas-Suarez (1992).

Esse efeito pode ser melhor visualizado através da equação (1) que representa a condição de equilíbrio entre os juros domésticos e externos (*cf.* Krugman and Obstfeld, *ibid.*: 353):

$$(1) R_A = R_B + (E_{AB}^e - E_{AB}) / E_{AB}$$

Sendo o Chile o país A e os EUA o país B, a apreciação cambial faz com que o segundo termo à direita aumente. Dada a taxa de retorno sobre os títulos americanos, a taxa de juros doméstica se eleva conseqüentemente.

Em resumo, a política que garantiu uma indexação salarial plena pela inflação passada a partir de 1979 no Chile contribuiu decisivamente para a longa duração da convergência dos preços domésticos à inflação americana. Desta forma, a taxa de câmbio fixa que passou a vigor a partir de junho de 1979 incorporou sucessivas apreciações o que levou a déficits crescentes nas transações correntes.

Vale ainda ressaltar que, no momento em que os preços domésticos finalmente convergiram à inflação americana, o desequilíbrio do balanço de pagamentos já era por demais profundo. Este fato é auxiliado pela constituição de um ambiente externo desfavorável como o observado a partir de 1982. A soma de altas taxas de juros americanas e o agravamento dos problemas da dívida externa dos devedores latinos, com a eclosão da moratória mexicana em 1982, contribui para alterar o fluxo de capitais para o Chile, que deixa de receber o financiamento externo necessário para financiar o déficit em transações correntes, obrigando ao abandono da âncora cambial em meados daquele ano.

Tabela 2

Chile
Balanço de Pagamentos e Reservas (US\$ Milhões)
1978-82

Ano	Balanço de Pagamentos			Reservas	
	CC	CC (1)	Capitais	Saldo	(Estoque)
1978	-1,088	6.8	1,818	730	1,090
1979	-1,189	5.6	2,140	951	1,938
1980	-1,971	6.9	3,216	1,245	3,123
1981	-4,733	13.9	3,646	-1,087	3,213
1982	-2,304	9.0	946	-1,358	1,815

CC: Saldo em Conta-Corrente

Obs: O saldo na conta de capital inclui erros e omissões

(1) Como percentual do PIB nominal

Fonte: IMF - *International Financial Statistics* e Vergara (1994).

b. Argentina

Instituído em abril de 1991, o Plano de Conversibilidade argentino tem como principal diferença do seu congênere chileno a eliminação por completo da indexação dos preços⁸. Este fato por si só contribui decisivamente para uma convergência mais acelerada dos preços argentinos à inflação internacional (americana), relativamente ao ocorrido no Chile. Como mostra a tabela 3, menos de um ano após o anúncio do Plano, o IPM – equivalente ao índice de preços no atacado – já registrava uma taxa de variação mensal bastante próxima da inflação americana (0,2%).

Note, entretanto, que os preços dos bens de consumo não convergem tão rapidamente. Isto só ocorre no último trimestre de 1993. Assim, apesar do comportamento dos preços do atacado, observa-se também na economia argentina a ocorrência de uma apreciação cambial.

Os fatos parecem sugerir que a mais lenta convergência dos preços dos bens de consumo reflete a "viscosidade" já referida. Esta rigidez espelha o comportamento do setor serviços, cujos produtos, caracteristicamente *non-tradables*, são pouco afetados de imediato pela política de abertura comercial implementada no âmbito do Plano de Conversibilidade.

Tabela 3

Argentina			
Taxas Trimestrais de Variações de Preços 1991-94			
Período	IPC	IPM	ICC
1991	84.0	56.7	72.5
I	51.9	52.5	59.7
II	11.9	3.5	4.6
III	5.8	0.4	1.7
IV	2.4	-1.1	1.5
1992	17.5	3.2	25.8
I	7.5	2.5	4.5
II	2.8	0.9	8.3
III	4.3	2.2	8
IV	2.0	-2.3	2.9
1993	7.4	0.1	14.0
I	2.3	1.0	2.2
II	3.1	1.1	2.7
III	1.2	0.3	4.8
IV	0.6	-2.3	3.6
1994	3.9	5.8	-1.4
I	0.2	-0.4	-3.3
II	1.0	2.7	1.6
III	1.8	1.3	-0.4
IV	0.8	2.2	0.7

Fonte: Secretaría de Programación Económica

IPC: Índice de precios al consumidor

IPM: Índice de precios al por mayor

ICC: Índice de custos de la construcción

Os números em negrito referem-se às taxas anuais.

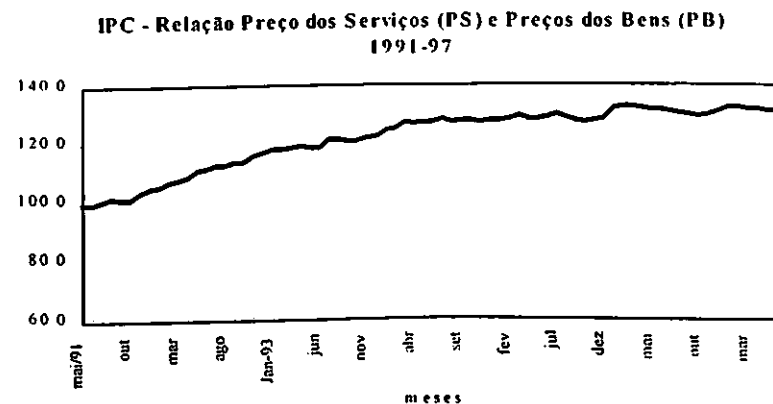
O gráfico 1 mostra esta convergência mais lenta dos serviços no interior dos preços ao consumidor. Com efeito, os serviços acumulavam em dezembro de 1993 uma alta de cerca de 22% sobre os produtos industriais. Esta defasagem alarga-se para quase 28% em dezembro de 1994. Não obstante a magnitude, é impossível afirmar *a priori* que tais preços relativos estão em desequilíbrio. Os dados até julho de 1997 mostram que esta diferença continuou se acentuando, chegando naquele mês a aproximadamente 32%. Segundo Machinea (1997: 47), esta

discrepância seria explicada pela "persistência de fatores de inflação inercial, [pelo] aumento do preço dos bens e serviços que se seguiu à privatização das empresas públicas e, particularmente, [pela] forte expansão da demanda desde o início do programa de conversibilidade."

Mas o gráfico também mostra que parece existir uma tendência de equilíbrio desta relação, o que poderia indicar um amortecimento dos fatores mencionados acima. De fato, a alta dos preços que se seguiu à privatização não é um elemento que persiste para sempre, bem como os fatores de inflação inercial. Resta, contudo, a expansão de demanda, que pode ser controlada pelas autoridades⁹.

Vale notar que as autoridades econômicas argentinas deixaram inteiramente ao mercado a tarefa de encontrar o vetor de preços de equilíbrio da economia, sem recorrer a expedientes extramercado tal como o congelamento de preços.

Gráfico 1



Fonte: Secretaría de Programación Económica/INDEC.

O que se observa, no entanto, é que, mesmo nestas circunstâncias, a economia não é capaz de promover uma convergência imediata de seus preços ao vetor de preços internacional.

O que a experiência argentina mostra é que, mesmo se garantindo condições próximas das ideais para que o mercado possa desempenhar seu papel, é impossível evitar a rigidez de preços. No caso de economias com passado de inflação crônica, essa rigidez se reflete principalmente nos setores de bens *non-tradables*, fazendo com que os preços de produtos voltados para o consumo sejam um dos últimos a convergir.

Em que pese a aderência mais rápida dos *tradables*, as conseqüências da inércia dos preços dos *non-tradables* sobre o balanço de pagamentos são inequívocas. Assim, tal como ocorrido no Chile, a economia argentina sofre uma apreciação cambial e passa a incorrer em déficits sistemáticos e crescentes (ao menos até 1994) nas transações correntes após a implementação do Plano.

Tabela 4

Argentina
Balanço de Pagamentos e Reservas (em US\$ Milhões)
1991-96

Ano	Balanço de Pagamentos				Reservas (Estoque)
	CC	CC (1)	Capitais	Saldo	
1990	4,552	-	-5,169	-617	4,592
1991	-647	0.4	-159	-806	6,005
1992	-5,417	2.4	7,143	1,726	9,990
1993	-7,514	2.9	10,400	2,886	13,791
1994	-9,978	3.5	9,157	-821	14,327
1995	-2,446	0.9	268	-2,178	14,288
1996	-4,013	1.3	7,421	3,408	18,104

CC: Saldo em Conta-Corrente

Obs: O saldo na conta de capital inclui erros e omissões

(1) Como percentual do PIB nominal

Fonte: IMF - *International Financial Statistics*.

c. México

O Pacto de Solidariedade Econômica, firmado em 15 de dezembro de 1987, foi mais uma tentativa do governo mexicano de debelar a alta dos preços diante do agravamento da inflação após a crise da dívida de 1982. Os instrumentos do Pacto foram os seguintes (cf. Ros, 1997: 79): (1) desindexação dos preços-chaves da economia; (2) Austeridade fiscal e monetária e (3) liberalização comercial¹⁰.

Como se vê, tais medidas em pouco diferiam daquelas aplicadas na Argentina e no Chile (exceto pela desindexação). No entanto, diferentemente destes dois casos, foi instituído um congelamento dos preços-chave da economia entre março e dezembro de 1988. Neste período, a taxa de câmbio foi mantida fixa ao nível de final de fevereiro, "as tarifas públicas se mantiveram constantes em termos nominais e, após um aumento de 3% em março, o salário mínimo permaneceu congelado até fins de 1988." (*ibid*).

Apesar de todas essas medidas, o sucesso no combate à alta dos preços foi parcial. A despeito da drástica redução da inflação a partir de 1988, a variação dos preços só converge para níveis internacionais em meados de 1992. Mesmo assim, considerando-se a variação anual dos preços, a taxa de inflação mexicana ainda era substancialmente mais elevada que a americana até 1994 - neste ano, por exemplo, o índice de preços ao consumidor dos EUA registrou uma alta de 2,5% contra uma elevação de 7,1% do IPC mexicano. Este resultado mostra que a política de congelamento dos preços-chave da economia entre março e dezembro de 1988 produziu um efeito muito aquém do esperado.

A despeito do sucesso creditado ao plano por alguns analistas¹¹, o congelamento contribuiu decisiva-

mente para a lenta convergência dos preços domésticos à inflação americana. Além disso, a adoção de medidas típicas de política de rendas cria um quadro extremamente desfavorável à redução mais acentuada da inflação. Assim, a correção de 15% do salário mínimo no ato da implementação do plano, seguida de uma nova correção de 20% em janeiro, aliada à promessa de revisão mensal do mesmo de acordo com a inflação prevista e ao ajuste dos preços e tarifas do setor público, cria uma situação de potencial (para não dizer efetivo) desequilíbrio dos preços relativos que não pode ser solucionada por conta do congelamento. O comportamento dos preços no período de vigência do congelamento não deixa dúvidas quanto a este desequilíbrio.

Não obstante os elevados índices de inflação trimestral observados em 1988 (ver tabela 5), o governo implementa em 1989 duas medidas que contribuíram para o agravamento desta situação. Assim, concomitantemente à suspensão do congelamento de preços, passa a corrigir as tarifas públicas em função da inflação passada e adota reajustes salariais compensatórios. Com isso, a inflação eleva-se em cerca de 10 pontos percentuais no ano relativamente à taxa vigente no ano anterior.

Evidentemente, devido ao lento assentamento dos preços, a taxa de câmbio aprecia significativamente nos dois primeiros anos do Pacto. Nem mesmo a desvalorização de 18% no dia imediatamente anterior ao anúncio do plano e as desvalorizações pré-estabelecidas de um peso por dólar por dia a partir de janeiro de 1989 conseguem eliminar completamente o atraso cambial. O resultado deste atraso está refletido no balanço de pagamentos. Como evidenciado na tabela 6, o saldo em conta-corrente mexicano deteriora-se sistematicamente a partir de 1988, chegando ao nível de 6,2% do PIB

nominal em 1993, antes da eclosão do ataque especulativo de 1994.

Vale notar que, diferentemente do ocorrido à época da âncora cambial chilena, o ambiente externo apresentava-se muito mais favorável ao México. A análise acima sugere, portanto, que quanto mais livres forem os mercados para determinar a nova estrutura de preços relativos, mais rápida é a convergência e, portanto, menor é a apreciação cambial e a conseqüente fragilidade do balanço de pagamentos.

Podemos, então, concluir que:

(1) a apreciação cambial é inevitável em planos de estabilização baseados na âncora cambial. Esta deriva da imperfeição dos mercados, que impede a instantaneidade do ajuste dos preços. Notadamente, os preços ao consumidor são aqueles que mais demoram a convergir à inflação internacional. A explicação está em que grande parte dos bens deste setor são tipicamente *non-tradables* e, portanto, sofrem menos o impacto da abertura comercial que, via de regra, acompanha a implementação da âncora.

Tabela 5

México
Índices de Preços
Variações Trimestrais (%)
1988-94

Período	IPC	IPP
1988	51.7	37.3
I	31.5	28.2
II	7.2	4.1
III	3.2	0.5
IV	4.2	2.4
1989	19.7	15.6
I	5.0	3.9
II	4.1	3.2
III	2.9	3.1
IV	6.4	4.6
1990	29.9	29.2
I	9.1	6.3
II	5.6	3.2
III	5.0	12.6
IV	7.4	4.6
1991	18.8	11.0
I	5.8	2.0
II	3.1	3.2
III	2.6	3.1
IV	6.1	2.3
1992	11.9	10.6
I	4.1	3.8
II	2.2	3.3
III	2.1	1.4
IV	3.0	1.7
1993	8.0	4.6
I	2.7	1.6
II	1.7	1.2
III	1.8	1.2
IV	1.6	0.6
1994	7.1	9.1
I	1.8	1.7
II	1.5	2.8
III	1.6	1.5
IV	1.9	2.8

Fonte: Banco do México
IPP: Índice de preços ao produtor
Os números em negrito referem-se às taxas anuais.

Tabela 6

México
Balança de Pagamentos e Reservas (em US\$ Milhões)
1987-94

Ano	Balança de Pagamentos				Reservas
	CC	CC (1)	Capitais	Saldo	(Estoque)
1987	3,698	-2.7	152	3,850	12,464
1988	-2,905	1.1	-7,158	-10,063	5,279
1989	-3,958	2.6	3,748	-210	6,329
1990	-7,451	2.7	9,669	2,218	9,863
1991	-14,888	4.6	22,861	7,973	17,726
1992	-24,442	7.2	26,187	1,745	18,942
1993	-23,400	6.2	30,632	7,232	25,110
1994	-29,418	6.9	11,752	-17,666	6,278

CC: Saldo em Conta-Corrente

Obs: O saldo na conta de capital inclui erros e omissões

(1) Como percentual do PIB nominal

Fonte: IMF - *International Financial Statistics*.

(2) As experiências de controle de preços (*e.g.* congelamento) mostraram-se tentativas pouco efetivas de combate à alta inevitável da inflação pós-estabilização. Ao contrário, como mostram os casos chileno e mexicano, o controle de preços revelou-se extremamente pernicioso, isto é, não só não atingiu seu objetivo de debelar rapidamente a inflação como produziu uma maior resistência à baixa se comparado ao caso dos preços livres;

(3) a indexação de qualquer preço (salários inclusive) pós estabilização, seja pela inflação passada, seja pela futura, é um erro fatal. Mais uma vez, a indexação, mesmo à inflação futura (ou esperada), tal como mostrou o caso mexicano, é uma ingerência "inadmissível" no processo de constituição do novo vetor de preços de equilíbrio da economia.

Em suma, as análises acima mostram que uma das principais dificuldades (para não dizer a principal) dos

planos de estabilização baseados na âncora cambial é a lentidão do ajuste dos preços domésticos e a conseqüente apreciação da taxa de câmbio. Conforme salientado, este é um resultado inevitável que não encontra solução fácil, haja visto que o câmbio não pode ser flexibilizado enquanto não houver a certeza que as expectativas inflacionárias foram integralmente dissipadas.

Nestas circunstâncias, a saída preconizada pela AMBP é a contração monetária compensatória. No entanto, esta solução tem várias implicações negativas no contexto da estabilização que podem inviabilizá-la, como será visto a seguir.

3. AJUSTE FISCAL E OS LIMITES À CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB CÂMBIO FIXO

A aplicação do modelo derivado da AMBP a uma situação de apreciação cambial - tal como observada nas situações acima - sugere que a alternativa de política mais "racional" de combate aos efeitos da mesma sobre o balanço de pagamentos é a promoção de uma contração monetária. Como mostra a equação (2), diante de uma elevação "autônoma" dos preços, a oferta de moeda poderia ser reduzida de forma a compensar esta alta e assim evitar (ou, no mínimo, atenuar) as conseqüências da apreciação.

Assim, supondo uma elevação "autônoma" dos preços no país que implementou o programa de estabilização, resultado do resíduo inflacionário, teríamos:

$$(2) \Delta P = M^s / L(R, Y) > 0$$

Logo, haveria uma apreciação cambial,

$$(3) \Delta E = \Delta P / P^* > 0$$

P^* seria o preço vigente no mercado externo e a taxa de câmbio medida como o preço da moeda estrangeira em termos da moeda doméstica. No entanto, a âncora determinou uma taxa de câmbio fixa. A única forma de defender o câmbio real nestas circunstâncias é a contração monetária. Logo, *ceteris paribus*, se a oferta de moeda for contraída na mesma magnitude em que os preços se elevaram, teríamos:

$$\text{Se } \Delta M^s < 0 \text{ e } |\Delta M^s| = |\Delta P| \Rightarrow \Delta E = 0$$

Contudo, a realidade mostra que a condução da política monetária nestas circunstâncias é muito mais complexa do que sugere este modelo. À apreciação irá corresponder uma elevação na demanda por moeda¹² que será dirigida primordialmente para o consumo, já que, como mostra a experiência, a propensão a consumir dos agentes no imediato pós-estabilização é extremamente elevada¹³.

A conseqüência mais imediata desta elevação dos gastos privados muito acima da renda é a piora inelutável da conta corrente do balanço de pagamentos. Este resultado pode ser melhor visualizado a partir da seguinte identidade:

$$(4) CC = (I_p - S_p) + (G - T)$$

CC seria o saldo em conta corrente, I_p é o investimento privado, S_p a poupança privada, G os gastos do governo e T a arrecadação. Assim, uma vez que I_p eleve-se acima de S_p , como o investimento tem de ser igual à poupança, a diferença entre I_p e S_p será coberta com poupança externa, resultando assim em um déficit nas transações correntes.

A face mais visível deste déficit é o sinal da balança comercial. Como se sabe, com a apreciação ocorre uma elevação dos preços relativos das exportações e uma diminuição dos preços relativos das importações, fazendo

com que o ajuste no consumo se dirija primordialmente para os bens importados. Conseqüentemente, à captação da poupança externa requerida para financiar o déficit nas transações correntes vai corresponder, via de regra, um déficit comercial.

Como acabamos de indicar, a saída usualmente sugerida para atenuar o déficit em transações correntes (DCC) é a contração da oferta de moeda e a subseqüente elevação da taxa de juros para contrarrestar a alta na demanda por moeda provocada pela apreciação.

Em um contexto de mobilidade imperfeita de capitais, esta alta dos juros leva a um influxo de capitais. Uma vez que existe o compromisso de manter a taxa de câmbio inalterada, este influxo eleva o nível das reservas. Conseqüentemente, segundo a AMBP, a oferta de moeda se eleva. Em resumo, a maior demanda por moeda decorrente da apreciação do câmbio vai implicar em uma alta dos juros e uma elevação na oferta de moeda.

A alternativa de esterilizar as entradas de capital, por seu turno, se impede a expansão da oferta de moeda, traz como conseqüência uma alta ainda maior da taxa de juros, com efeitos perversos sobre o déficit público e o investimento. O influxo de capital decorre de uma alta nos juros, a qual, por seu turno, é resultado da apreciação da taxa de câmbio derivada da não convergência imediata dos preços domésticos. Ao manter alta a taxa de juros, como forma de mitigar a elevação da demanda de moeda decorrente da apreciação cambial, e impedir a criação de moeda através da venda de títulos, o banco central realimenta o desequilíbrio inicial, isto é, promove reduções sucessivas na oferta *real* de moeda, ampliando cada vez mais o *gap* entre oferta e demanda. Isto vai levar a uma contínua acumulação de reservas e expansão do volume de títulos necessários à esterilização. Evidentemente, este é um equilíbrio insustentável¹⁴.

O quadro acima é agravado diante da ocorrência do déficit público. Como mostra a AMBP, a um déficit público vai corresponder, tudo o mais constante, uma elevação do crédito doméstico (CD) e uma subseqüente perda de reservas (R). Entretanto, o volume de reservas é uma variável estratégica no esquema da âncora cambial, porque define a capacidade de resistência do plano a ataques especulativos. Sendo assim, o Banco Central é obrigado a elevar ainda mais a taxa de juros, o que provoca um efeito de *crowding-out* dos gastos privados¹⁵, com efeitos perversos sobre o crescimento.

Vale notar que este quadro só contribui para o agravamento da fragilidade do país posto que o financiamento de um DCC crescente depende cada vez mais do influxo de capitais. Cria-se, assim, um círculo vicioso: quanto maior o DCC, maior a necessidade de capitais externos; quanto mais capitais, maior a expansão monetária e maiores as taxas de juros, que atraem mais capitais e assim sucessivamente.

Uma outra questão importante associada à condução da política monetária diz respeito à capacidade do governo e residentes domésticos de se financiar no exterior. Ainda que este financiamento não contribua *diretamente* para piorar o DCC, ele vai fazê-lo indiretamente. Nestas circunstâncias, o resto do mundo, ao ofertar crédito, pressiona pela elevação da base (ou da esterilização) e retira parte da eficácia da política monetária, pois dificulta a redução do excesso de absorção doméstica pública ou privada. Como bem observa Corden(1994: 59), "control of domestic credit is not sufficient to ensure that the country does not borrow abroad excessively."

Adicionalmente, é importante notar que a política monetária, além de ser conduzida de modo a evitar uma recessão de grandes proporções - que poderia resultar em uma crise de produção e emprego de dimensões insusten-

táveis -, tem também de evitar um *boom* de demanda (notadamente de investimento) que decorreria da melhora das expectativas trazida pelo novo quadro de estabilização. Essa pressão poderia dificultar a redução dos preços, alimentando a apreciação cambial e o DCC.

No que se refere à política fiscal, ela deveria ser conduzida não só de forma a evitar o agravamento do DCC, mas também com vistas à sua eliminação. Para isso, a um excesso de absorção privada, ou mesmo um *boom* de investimento, teria de corresponder um superávit fiscal equivalente¹⁶. Entretanto, este tipo de resultado é extremamente difícil, do ponto de vista político, de ser implementado, principalmente porque exige medidas altamente impopulares, tais como reformas administrativa e previdenciária.

Como fica evidente, a condução da política monetária em um contexto de estabilização e apreciação cambial é submetida a limites muito mais estreitos que o sugerido pela AMBP. Neste quadro, conforme anteriormente salientado, as reformas do setor público tornam-se um elemento central porquanto garantir maior liberdade na condução da política monetária. Entretanto, a experiência também mostra que embora estas reformas sejam um elemento necessário, não são suficientes para o sucesso do plano de estabilização. Ainda que a implementação e subsequente administração do plano de estabilização não requeiram um setor público previamente superavitário, a duração do seu sucesso vai exigir uma solução para este problema sob pena do mesmo agravar de forma irreversível o DCC.

a. Ajuste fiscal e política monetária no Chile: 1978-82

Antes de implementar o plano de estabilização fundamentado na âncora cambial, o Chile promoveu uma

severa reforma no setor público. O déficit público, que era da ordem de 23% do PIB em 1973, foi reduzido em mais de dez pontos percentuais um ano após, passando para cerca de 11% do PIB, chegando a nada menos que 0,8% do PIB em 1978, ano em que a âncora foi implementada. A extensão do ajuste é descrita com todas as cores por Corbo(1985, *idem*: 916):

"In early 1975, when Chile was facing a severe balance of payment crisis, the fiscal deficit was reduced through a fiscal crunch from 10% of GDP to 2,6% to GDP in one year. The crunch included an across-the-board cut in government expenses on goods and services of between 15 and 25%, an increase in government revenues, and a sale of government assets. Government revenues was increased through a wider coverage of the value-added tax, a temporary one year increase in the personal income tax, a 10% additional consumption tax on luxury items, and a substantial improvement in tax collection."

Nos anos de estabilização (1979-81), o déficit público foi totalmente eliminado, passando-se a uma situação de superávit de 1,7, 3,1 e 1,6% do PIB neste período respectivamente. Não obstante, como já mencionado, o déficit em transações correntes elevou-se sistematicamente.

Em grande parte deste período - essencialmente até o início de 1981 -, a política monetária foi conduzida obedecendo os preceitos de um *currency board*. Assim, a quantidade ofertada de moeda na economia foi regulada de acordo com os fluxos do balanço de pagamentos:

"Se a economia estivesse tendo um déficit em transações correntes acima daquele possível de ser

financiado externamente, ocorreria uma queda das reservas e por consequência (dada a política monetária neutra) da quantidade de moeda doméstica." (Souza, *ibid*: 7).

Deste modo, mesmo diante de um ajuste fiscal da magnitude do implementado no Chile no período, a política monetária, ao ser conduzida em obediência ao mecanismo de ajustamento automático suposto no esquema do *board*, contribuiu para aprofundar a crise no balanço de pagamentos.

É neste quadro que a liberalização da conta de capital, implementada como um requisito essencial para o bom funcionamento do mecanismo de ajuste automático, mostra seu lado perverso. A demanda crescente de moeda passa a ser atendida essencialmente através do financiamento externo, fazendo com que a absorção privada se eleve substancialmente. Este efeito sobre os gastos privados, inclusive, mais que compensa os efeitos positivos do ajuste fiscal, como fica evidenciado na evolução do déficit em transações correntes, que, conforme já observado, atinge nada menos que 14% do PIB em 1981. Como já indicado, o ingresso de capitais dobra de volume entre 1978 e 1981.

Assim, o mecanismo de ajustamento automático levado a cabo pelo Chile produz uma substantiva elevação na oferta de moeda como resposta à maior demanda derivada da apreciação cambial. Como mostra a tabela 7, tanto o M1 como o M2 apresentaram variações anuais nominais nunca inferiores a 50%.

O reflexo desta passividade monetária sobre a taxa de juros e o produto é inequívoco. Mesmo em um contexto internacional de elevação das taxas por conta da recessão, as taxas de juros, tanto para empréstimos em peso como para empréstimos em dólar apresenta trajetória

francamente declinante, em especial nos anos de 1979 e 1980. Estas últimas chegam a ser negativas em 1980. Note que, neste período (1979-82), a taxa de juros real paga pelas *treasury bills* americanas nunca foi inferior a 9% ao ano. O PIB, por seu turno, cresce à ordem de 7% ao ano no período 1978-81.

O caso chileno mostra que a opção pela passividade monetária é talvez uma das piores alternativas a se seguir em um contexto de estabilização com apreciação cambial. Como visto, atender a elevação da demanda por moeda quase que exclusivamente pela via do aumento da oferta cria uma situação extremamente danosa sob o ponto de vista das transações correntes ao alimentar a absorção interna. O impacto sobre o gasto privado foi tal que anulou integralmente os efeitos benéficos da reforma fiscal. O Chile desperdiça, assim, um contexto único, já que, como mencionado, a implementação de uma reforma fiscal da dimensão da que foi executada no país, é quase impossível por conta dos obstáculos de ordem política.

Tabela 7

Chile
Indicadores Financeiros
1978-82

Ano	Δ Real M ^s (%)		Taxa de Juros Real	
	M1	M2	Peso	Dólar
1978	42.6	62.1	43.65	8.70
1979	15.7	34.5	16.98	0.22
1980	20.5	20.3	13.24	-10.12
1981	19.1	69.9	39.72	11.13
1982	-21.6	-30.0	38.01	36.98

Obs.: Taxa de juros real expressa em termos anuais para empréstimos em peso e em dólar.

Fonte: Corbo (1985).

b. O "currency board" argentino

A Lei de Conversibilidade instituiu na Argentina, assim como no Chile, uma drástica mudança no regime monetário. Nestas circunstâncias, o banco central está destituído de qualquer ativismo, ficando a injeção ou retirada de moeda dependente da acumulação ou perda de divisas no mercado de câmbio.

Apesar de estar impedido de emitir moeda sem lastro, o banco central ainda pode se utilizar das operações de mercado aberto de modo a evitar que grande parte do influxo de capitais transforme-se em expansão monetária. Em outras palavras, a política monetária pode ser conduzida de modo a evitar uma realimentação - e, principalmente, um aprofundamento - da apreciação cambial através do atendimento da demanda por moeda daí derivada. Mesmo assim, alguma variação da oferta de moeda terá de ser permitida, sob pena de se criar um quadro extremamente recessivo. Evidentemente, a capacidade de lidar de forma mais ou menos eficaz com os efeitos perversos da apreciação sobre a condução da política monetária deriva de medidas de política econômica que facilitem (ou não) a convergência dos preços.

Tabela 8
Argentina
Indicadores Financeiros
1991-96

Ano	Taxa de Juros Real (%) a.a.								
	Δ Real M ^s (%)		Base Monetária		Reservas	Depósitos		Empréstimos	
	M1	M3	(1)	D Real	(2)	Peso	Dólar	Peso	Dólar
1991	38.5	12.0	7,609	35.1	6,005	-0.4	nd	nd	nd
1992	26.6	35.9	11,016	23.0	9,990	-0.8	nd	nd	nd
1993	23.0	32.6	14,801	26.2	13,791	3.7	-0.3	2.6	0.8
1994	14.8	9.3	16,160	5.3	14,327	4.1	1.7	6.2	4.3
1995	-1.2	-8.8	12,083	-26.5	14,288	10.0	6.4	15.6	11.8
1996	18.5	19.5	14,030	16.1	18,104	7.4	6.1	10.5	9.1

- (i) As taxas passivas referem-se a depósitos a prazo fixo de 30 dias.
 - (ii) Variação da base monetária: saldo de dezembro do ano de referência contra saldo de dezembro do ano anterior, exceto para 1991 cuja variação foi obtida pela comparação do saldo de dezembro contra o saldo de janeiro do mesmo ano.
 - (iii) As taxas ativas referem-se a empréstimos de 30 dias.
 - (iv) Deflator: IPC
 - (1) milhões de pesos; (2) milhões de dólares
 - nd: não disponível
- Fonte: Ministério da Fazenda.

Como se pode notar da tabela acima, a administração monetária argentina foi tão ou mais expansionista que a chilena, notadamente no período 1991-94. Os agregados monetários evoluíram a taxas reais significativas, o que indica a obediência ao mecanismo automático do *board*. Este comportamento também se reflete nas taxas reais de juros, que mantiveram-se bastante reduzidas ao longo de todos esses anos.

Este desenho é prócíclico no que se refere à realimentação da demanda por moeda (e por bens) gerada a partir da apreciação cambial. Como já indicado, esta não é uma trajetória de equilíbrio posto pressionar pela elevação dos preços e aprofundamento do déficit em transações correntes, bem como pode tornar mais custosa - ou até impossível - a reversão destes problemas diante, por

exemplo, de um agravamento do cenário internacional¹⁷. Ao que parece, a Argentina apostou no crescimento como forma de restabelecer a competitividade e reverter a trajetória de apreciação cambial detonada com a implementação do Plano¹⁸. Vale notar que, por conta do *background* imediatamente anterior ao Plano, a margem de manobra do governo argentino para implementar um plano de feições recessivas era muito curta, *cf.* Machinea (*ibid.*:19).

O comportamento do produto espelha os efeitos desta política. A economia argentina vive nos quatro primeiros anos após a implementação do Plano de Conversibilidade um período de *boom*. O PIB cresce a uma taxa nunca inferior a 6% ao ano (média de 8% ao ano).

Este crescimento do produto apoiou-se em grande medida na expansão do crédito doméstico, especialmente para o setor privado, como mostra a tabela 9. Especificamente no caso do consumo, sua elevação também se deveu à "melhoria inicial da distribuição de renda associada à eliminação do imposto inflacionário e pela euforia decorrente do sucesso demonstrado pelo programa de conversibilidade (aumento da renda permanente)" (Machinea, *ibid.*: 27).

A tabela abaixo também mostra o comportamento do crédito doméstico governamental. Na média, sua variação real foi negativa no período analisado. Tal fato indica que a política fiscal foi conduzida com austeridade semelhante à política cambial, com o nítido objetivo de reduzir drasticamente a participação do setor público na geração do déficit na conta corrente. O resultado operacional global (incluindo as províncias) passou de um déficit de 2,4 bilhões de pesos em 1991 para um superávit de 2,2 bilhões de pesos em 1993. A tabela 4 mostra que essa combinação de políticas foi

bem sucedida em evitar o aprofundamento do déficit em transações correntes ao longo do período analisado, diferentemente do ocorrido no Chile.

No entanto, a partir de 1994, o ímpeto expansionista é parcialmente refreado. Tal mudança reflete a preocupação com as contas do setor público. O resultado operacional global (sem incluir as receitas de privatização) é sistematicamente deficitário até 1996. Observe-se que não há alteração deste quadro quando são incluídas as receitas de privatização. A tabela 9 indica que esta mudança é explicada em grande medida pela expansão dos gastos. De fato, em 1995 o crédito doméstico em termos reais para o governo central cresce mais de 28%.

Com isso, o impacto positivo das finanças públicas sobre o déficit em transações correntes é revertido. Contudo, como mostra a tabela 8, à esse aumento no déficit público corresponde uma menor expansão real de todos os agregados monetários, com M3 e a base chegando a apresentar variação real negativa em 1995. A partir deste ano, inclusive, o produto passa a crescer a uma taxa significativamente mais baixa que a observada nos anos anteriores. Note também que, a partir deste ano, passa a haver um lastro em reservas frente a quantidade de moeda emitida, fato que indica uma maior utilização do mecanismo de esterilização.

A comparação das experiências chilena e argentina mostra não só a importância do ambiente externo na explicação do sucesso de planos fundamentados na âncora cambial, mas também a incompatibilidade da implementação de políticas de renda e mecanismos de indexação pós-estabilização, bem como a dificuldade de equacionar o problema do crescimento econômico com o (re)equilíbrio do balanço de pagamentos.

Tabela 9

Argentina
Evolução Real do Crédito Doméstico
1991-96

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Crédito Doméstico	-12.4	16.5	17.8	8.8	-1.2	2.7
Gov. Central	-22.6	-20.6	10.2	-37.2	28.7	3.3
Gov. Provinciais	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.4	-3.9
Entidades Oficiais	-46.9	31.3	33.7	-67.9	-11.8	17.3
Setor Privado	0.3	45.0	20.5	18.0	-7.2	-0.8
OIB	-52.4	-21.2	-2.2	-21.4	-29.6	-3.2

Fonte: IMF - International Financial Statistics
Deflator: IPM - OIB: Outras Instituições Bancárias.

c. A experiência mexicana

Aliado às políticas de renda já mencionadas, a condução das políticas monetária e fiscal no México após a implementação do Pacto de Solidariedade foi pontuada de equívocos. No que se refere ao ajuste fiscal, houve, de fato, avanços importantes. Assim como na Argentina, a economia mexicana sai de uma situação de déficit operacional nos anos anteriores ao plano de estabilização para um superávit sistemático (tabela 10). Como já observado, a principal responsável por esta "folga" fiscal foi a manutenção dos reajustes das tarifas públicas indexados à inflação passada.

No entanto, se promoveu uma melhoria das contas públicas, esta medida não só dificultou a redução dos preços como também serviu de justificativa para uma política monetária mais expansionista com vistas à obtenção de melhores taxas de crescimento (cf. Banco do México, Relatório Anual de 1990).

Assim, os agregados monetários crescem a taxas reais "generosas", notadamente até 1991. A base mo-

netária, por exemplo, cresce entre 1989 e 1991 a uma média de 8,5% a.a. em termos reais, contra uma elevação média do produto de 3,6%, revelando a clara direção expansionista desta política¹⁹. O resultado desta não poderia ser distinto do ocorrido: aprofundamento da apreciação cambial e do déficit em transações correntes.

Este comportamento reflete – como, inclusive, reconhece o Banco do México – a postura passiva da autoridade frente ao volume significativo de capitais que aporta o país. Mais uma vez, a "solução" adotada nestas circunstâncias foi fazer com que boa parte destes recursos "transbordassem" para o mercado interno como forma de fazer frente à apreciação cambial e maior demanda por moeda.

Tabela 10

México
Indicadores Macroeconômicos
1988-94

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	1.2	3.3	4.4	3.6	2.8	0.6	3.7
M1	-20.2	19.4	33.6	86.5	1.1	8.3	-5.3
M3	-20.2	33.0	12.8	-0.1	5.6	11.1	-9.9
Base Monetária	-23.6	9.3	9.9	6.3	0.5	-1.4	13.0
Crédito Doméstico	-19.7	25.4	14.9	12.5	7.0	2.4	21.0
Taxa de juros real	8.3	20.7	5.4	3.2	5.8	9.7	7.9
Superávit Operac.	-3.6	-1.7	1.8	3.3	3.6	1.1	0.2
Déficit em CC	1.1	2.6	2.7	4.6	7.2	6.2	6.9

PIB: Taxa de crescimento anual

M1, M3, Base Monetária e Crédito Dom.: Taxa de crescimento real anual

Taxa de juros real: média da taxa de captação de depósitos em peso. Deflator: IPC

Superávit operacional e déficit em transações correntes: % PIB nominal

Fonte: Banco do México, para superávit operacional e juros reais; IMF- IFS para M1, M3, Base Monetária e Crédito Doméstico. Ros(1997), para déficit em conta corrente.

Tabela 11A

México
Evolução Real da Dívida Pública
1988-94

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	-17.9	-13.0	36.6	-21.8	2.2	87.8	-74.7
Tesobonos	-	-	-51.7	616.2	-7.9	295.1	2179.1

Obs.: Variação medida pela comparação do estoque de dezembro do ano de referência contra o estoque de dezembro do ano anterior.

Deflator: IPP

Fonte: Banco do México.

Isto também pode ser visualizado na análise da evolução da dívida interna e do crédito doméstico. Diante de uma situação fiscal confortável, as autoridades parecem ter preferido a opção da expansão monetária à estratégia de esterilização. A dívida pública em Cetes e Tesobonos (ambos títulos de curto prazo, sendo o último indexado à variação cambial) não apresenta uma trajetória de expansão real claramente definida até 1991, exatamente o período de forte expansão dos agregados monetários (Tabela 11A). Note que este é também o intervalo de maior crescimento real do crédito doméstico (Tabela 10).

Tabela 11B

México
Composição da Dívida (%)
1988-94

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	26.9	16.4	31.9	26.7	27.6	52.2	13.5
Tesobonos	0.0	0.0	0.1	0.9	0.8	3.3	75.1

Fonte: Dornbusch *et al.* (1995) e Banco do México

A partir de 1992, ocorre uma mudança na condução da política econômica²⁰. A dívida pública passa a apresentar taxas de expansão cada vez mais elevadas, em especial a parcela dos Tesobonos, em uma clara evidência de que o "estrigo" no balanço de pagamentos provocado pela política do quatro anos anteriores dava sinais de insustentabilidade. Note que é neste ano que o déficit em transações correntes como proporção do PIB atinge seu nível mais elevado: 7,2%, e o crédito doméstico, que vinha crescendo a uma taxa real superior a 10% ao ano, sofre uma drástica redução na sua taxa de crescimento. Também é a partir deste ano que o M1 e a base monetária passam a evoluir a uma taxa consideravelmente mais baixa que a dos anos anteriores e a taxa de juros sofre uma inflexão na sua trajetória de declínio.

Uma última palavra pode ser dita a respeito da condução da política econômica em 1994. Como acabamos de observar, este ano é marcado pela perda de confiança e fuga de capitais que abrem uma séria crise de balanço de pagamentos, refletida na perda de reservas – neste ano o país perdeu nada menos que US\$ 19 bilhões em reservas internacionais. Apesar deste quadro desfavorável, o crédito doméstico eleva-se em termos reais nada menos que 21%, resultando em uma forte expansão real da base monetária (13%), piorando ainda mais o problema do déficit das transações correntes. Neste momento, quando a redução das reservas deveria levar a uma contração monetária, o banco central atua na direção oposta.

Este comportamento das autoridades econômicas pode ser explicado pelo fato de 1994 ter sido um ano eleitoral. Como bem observa Dornbusch *et al.* (1995: 238):

"In Mexico the end of a sexenio (six-year presidential term) is almost sure to bring a collapse of the exchange rate. Growth is necessary for good

elections, and inflation needs to be moderate. The temptation is invariably to use nominal exchange rate for inflation control, supplemented more or less successfully with an incomes policy. The runup to the 1994 election was no different."

Assim, o constrangimento ao crescimento revelou-se uma das principais restrições das autoridades econômicas no México em 1994 e parece ter impedido a continuidade das políticas mais prudentes implementadas a partir de 1992.

4. ALGUMAS LIÇÕES DAS EXPERIÊNCIAS LATINO-AMERICANAS

A análise dos experimentos acima fornece importantes lições a respeito da administração dos planos de estabilização baseados na âncora cambial. Em primeiro lugar, a apreciação cambial é uma consequência inevitável, já que os preços, mesmo deixados integralmente ao sabor do mercado, não se ajustam instantaneamente.

A apreciação traz consigo o dilema quanto a forma adequada de conduzir a política monetária. As opções são polares: uma política abertamente contracionista, que contraponha à alta na demanda derivada da apreciação uma taxa de juros tão elevada quanto for necessário, sacrificando assim o crescimento econômico e diminuindo as possibilidades de auferição de ganhos de competitividade; ou uma política pró-cíclica, que aproveite os "ventos" benéficos da redução da inflação em termos das expectativas.

O principal problema da primeira alternativa é a sua factibilidade política. Mais especificamente, é a incerteza de se saber quando as medidas restritivas podem ser

relaxadas, já que uma economia não pode conviver indefinidamente com baixo crescimento. É claro que esta decisão está intrinsecamente associada ao grau de apreciação cambial pós plano. Neste sentido, como mostram as experiências chilena e mexicana, qualquer tentativa de fazer política de rendas pode ser fatal em um momento em que os preços relativos afeitos à estabilidade ainda estão se formando.

Com relação à segunda alternativa, sua principal dificuldade reside em seu efeito realimentador da alta de preços. Assim, diante de uma inflação doméstica que insiste em não convergir à inflação internacional, a adoção de uma política monetária de feições expansionistas (mesmo que moderadamente expansionista) pode alimentar ainda mais a apreciação cambial e aprofundar o déficit em transações correntes, levando ao colapso da moeda nacional.

Fica evidente dos relatos anteriores que a decisão a ser tomada não depende apenas de questões estritamente econômicas. Assim, a restrição ao crescimento revelou-se um obstáculo de difícil superação nos dois experimentos fracassados aqui analisados, bem como na Argentina. Além disso, tanto o Chile quanto o México se apoiaram, em maior ou menor grau, em políticas de renda que, se produziu bons resultados no tempo em que a estabilidade foi mantida, mostraram-se extremamente perversas *ex-post*. O descalabro na condução da política monetária mexicana em 1994 mostra que não se pode minimizar os problemas de ordem política associados à condução da política econômica.

As experiências resenhadas ensinam, também, que a disciplina fiscal isoladamente é incapaz de garantir a sustentabilidade da estabilização se a mesma se mostrar insuficiente para compensar os efeitos sobre a absorção privada derivada da política monetária expansionista. É claro que o outro lado da moeda, a indisciplina fiscal, vai

atuar de forma tão negativa sobre o déficit em transações correntes quanto o excesso de absorção privada. Assim, poderíamos dizer que, embora a disciplina fiscal não seja condição suficiente, ela é condição necessária para garantir a estabilidade duradoura.

Um outro problema associado a ambas trajetórias de política monetária refere-se aos seus impactos sobre a dívida pública, uma vez que, mesmo operando sob um esquema de *currency board*, o governo não deixará de praticar alguma esterilização do influxo de capitais. Entretanto, a mesma estará limitada mais uma vez pela restrição ao crescimento acima mencionada. Isto porque os efeitos combinados da maior demanda por moeda derivada da apreciação cambial e redução (ou crescimento insuficiente) da oferta real de moeda derivada da esterilização irão elevar as taxas reais de juros, produzindo um efeito *crowding-out* sobre os gastos privados que, evidentemente, implicará em uma menor taxa de crescimento econômico. Esta combinação poderá levar à desagradável aritmética monetarista de Sargent & Wallace.

Esse movimento, além disso, se realimenta uma vez que a alta dos juros eleva o influxo de capitais, obrigando o governo a vender quantidades crescentes de títulos. Estoque de dívida crescente e taxas de juros em elevação constituem um coquetel explosivo quando mais não seja por induzir a uma piora do resultado fiscal.

A tabela abaixo resume os fatores comuns às experiências de estabilização aqui analisadas. Ainda que não seja possível (ou prudente) derivar daí uma "receita de bolo" de como conduzir a política econômica sob estas circunstâncias, fica evidente, em especial no que diz respeito à política monetária, o desafio de conduzi-la de modo a, no mínimo, evitar o aprofundamento da apreciação cambial e seus efeitos sobre a crise do balanço de pagamentos sem mitigar totalmente o crescimento econômico.

Quadro 1

Chile, México e Argentina
Principais características da âncora cambial

Fatores	Chile	México	Argentina
Apreciação cambial	Sim	Sim	Sim
Persistência da indexação	Sim	Sim	Não
Políticas de renda	Sim	Sim	Não
Déficit fiscal	Não	Não	Não
Abertura da conta de capital	Sim	Sim	Sim
Crescimento médio real do crédito doméstico acima de 10% a.a.	Sim	Sim	Não
Taxas reais de juros elevadas	Não	Não	Não

Claro está que é impossível para as políticas monetária e fiscal, isoladamente, reverter o quadro – e as conseqüências – de apreciação cambial. Talvez a lição mais geral a se extrair das experiências acima é a de que a âncora cambial é um instrumento de estabilização de duração limitada. Os problemas derivados da irreversível apreciação cambial sobre o balanço de pagamentos, a crescente dependência de capitais externos, o possível engessamento do crescimento revelam a "esquizofrenia" deste modelo de estabilização, que só é funcional até o momento que consegue eliminar definitivamente o impacto de expectativas adversas na formação dos preços.

5. NOTAS

2 A rigor, a lei é enunciada para mercados competitivos e na ausência de custos de transporte ou barreiras comerciais de qualquer tipo. Cf. Krugman and Obstfeld, 1997: 400.

3 Como mostra Souza(1995: 2), referindo-se ao programa de âncora cambial com paridade fixa e plena conversibilidade: "[A] âncora cambial, enquanto instrumento de estabilização, ganha pelo menos três funções: a de criar uma referência estável para preços e salários,

coordenando a interrupção súbita do processo inflacionário; a de transferir a credibilidade da moeda estrangeira para a moeda doméstica, na medida em que o governo demonstre capacidade para sustentar a conversibilidade monetária a uma taxa de câmbio fixa; e a de consubstanciar a mudança do regime monetário inflacionário para novas regras monetárias compatíveis com a estabilidade de preços."

4 Esta abordagem foi desenvolvida pelo FMI e Universidade de Chicago nos anos 50 e 60 e propunha uma ligação entre o balanço de pagamentos e o mercado monetário de um país, de tal modo que as variações nas reservas seriam explicadas a partir de alterações no mercado monetário. Esta conclusão é resumida na seguinte equação: $\Delta R = \Delta M^d - \Delta CD$, aonde ΔR representa as variações nas reservas, ΔCD as variações no crédito doméstico e ΔM^d as variações na demanda por moeda. Esta última é suposta estável, tal que o equilíbrio no mercado monetário seria representado pela seguinte igualdade: $M^s/P = M^d = L(i, Y)$, aonde i é a taxa de juros e Y a renda. Para maiores detalhes, ver Krugman and Obstfeld, *op. cit.*: 527-8 e IMF(1977).

5 Esta "viscosidade" seria explicada pelos custos de ajustamento dos preços às novas circunstâncias - isto é, a (re)adaptação à uma posição relativa compatível com a estabilidade -, em especial dos bens *non-tradables*. A "viscosidade" já foi ressaltada pela teoria econômica, ainda que em condições distintas da observada nestes países. Como observaram vários autores da vertente novo keynesiana, a mesma seria o resultado das imperfeições dos mercados. Ver, por exemplo, Mankiw & Romer(1991: 4-6).

6 Para maiores detalhes do plano de estabilização chileno ver Souza (*ibid.*) e Edwards e Edwards (1991).

7 Note que, além das medidas já citadas, "o governo [chileno] confiante na eficiência do mecanismo de ajustamento automático, adotou o princípio da neutralidade da política monetária, confiando aos fluxos do balanço de pagamentos a tarefa de regular a quantidade de moeda no sistema. Assim, se a economia estivesse tendo um déficit em transações correntes acima daquele possível de ser financiado externamente, ocorreria uma queda das reservas e, por conseqüência (dada a política monetária neutra), da quantidade de moeda doméstica. A contração monetária elevaria a taxa de juros, inibindo os gastos domésticos, o que corrigiria o balanço de pagamentos em transações correntes." (Souza, *ibid.*: 7).

8 Na lei que instituiu o Plano Cavallo (Lei de Conversibilidade) foi introduzido um artigo proibindo a indexação dos contratos.

9 Na verdade, conforme será discutido a seguir, a decisão pelo controle da demanda não é tão fácil de ser tomada por conta de seus efeitos potenciais sobre a produtividade.

10 Para maiores detalhes das medidas ver Ros (*idem*: 80-2).

11 Ros (*idem*: 84, grifos nossos) afirma que "[o] Pacto foi, sem dúvida, *muito bem sucedido* ao reduzir rapidamente a inflação."

12 Já que, em equilíbrio, $M^s = M^d$, isto é, $M^s/P = L(i, Y)$ ou $M^s = P.L(i, Y)$.

13 Esta maior propensão a consumir é explicada, por exemplo, a partir das teorias da renda permanente. No novo contexto, os agentes percebem uma elevação (real) nas suas rendas, o que os leva a ajustar seu consumo.

14 Neste caso poderia ocorrer uma situação semelhante àquela sugerida por Sargent & Wallace (1981). Uma vez que a taxa de crescimento da renda nessas economias é tipicamente baixa, a elevação a taxas crescentes do estoque de títulos necessários à esterilização pode fazer com que, em algum momento do tempo, o público deixe de financiar a expansão desta dívida, o que obrigaria o banco central a expandir a oferta de moeda, com conseqüências nefastas sobre a evolução dos preços.

15 Estamos assumindo implicitamente que o efeito negativo do déficit público nas transações correntes supera o efeito "benéfico" decorrente da menor absorção privada.

16 Admitindo-se que as propensões marginais a importar do investimento privado e dos gastos do governo mais transferência sejam as mesmas. No caso do componente importado do *boom* do investimento ser maior, ocorreria algum déficit líquido em conta corrente (*cf.* Corden, *idem*: 64).

17 Machinea faz questão de ressaltar o papel positivo do ambiente externo quando do lançamento do Plano: "Ao contrário do que ocorreria com outras experiências de estabilização (...) o programa de conversibilidade teve a particularidade de ser implementado simultane-

amente à queda das taxas internacionaid de juros (...) e à consecução de avanços nos acordos de renegociação da dívida externa (...). Taxas de juros mais baixas ajudaram a equilibrar as contas públicas, e a entrada de capitais favoreceu o aumento do gasto privado e a reativação econômica." (*ibid.*: 21).

18 Mais uma vez, Machinea explicita este objetivo: "[A] idéia de manter um alto nível de atividade se explica não só pela necessidade existente de aumentar a arrecadação tributária, como também pela noção de que o *incremento da demanda incentivaria os investimentos e a gradual atualização tecnológica.*" (*ibid.*: 26).

19 Surpreendentemente, o Banco do México, mesmo diante destas taxas, hesita em classificar a política monetária de expansionista. "Los elevados crecimientos reales experimentados en 1991 por M1 y M4 no significan que la política monetaria haya sido expansionista. En un régimen de tipo de cambio fijo o de desliz predeterminado y en presencia de un alto grado de movilidad del capital, la cantidad de dinero en circulación tiende a igualarse con la deseada por el público. (...) En un entorno cambiario como el descrito - al cual correspondió el existente en el país en 1991 - la evolución de los agregados monetarios es un indicador inadecuado del grado de restricción o laxitud de la política monetaria. Esta se evalúa con mayor precisión analizando la trayectoria del crédito interno neto del banco central." (Relatório Anual, 1991: ix, grifos nossos).

20 Como nota Ros (*ibid.*: 96): "Diante desta situação, o governo optou por frear o crescimento econômico e manter a política de abertura comercial com defasagem cambial (embora com um moderado aumento do ritmo de desvalorização gradual do peso no segundo semestre de 1992, insuficiente para reverter as tendências da taxa de câmbio)."

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CORBO, V.(1985). Reforms and Macroeconomic Adjustments in Chile during 1974-84. *World Development*, 13(8) (August), pp. 893-916.

CORDEN, W.M.(1994). *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*. Oxford. Oxford University Press.

DORNBUSCH, R. et al.(1995). Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 219-270.

EDWARDS, S. and EDWARDS, A.(1987). *Monetarism and Liberalization: the Chilean Experience*. Cambridge, Mass. Ballinger.

IMF(1977). *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, D.C. IMF.

KRUGMAN, P. and OBSTFELD, M.(1997). *International Economics. Theory and Policy*. Reading, MA. Addison-Wesley.

MACHINEA, J.L.(1997). *Uma Reflexão a meio Caminho: Dois Anos de Conversibilidade*. in Ipea/Cepal(1997). O Plano Real e outras Experiências Internacionais de Estabilização. Brasília. Ipea/Cepal.

MANKIW, N. and Romer, D.(Eds.)(1991). *New Keynesian Economics*, vol. 1. Cambridge, Mass. MIT Press.

MATHIESON, D. and ROJAS-SUAREZ, L.(1992). *Liberalization of the Current Account: Experiences and Issues*. Working Paper #92/46. Washington, D.C. IMF.

ROS, J.(1997). *Inflação e Estabilização na Economia Mexicana*. in Ipea/Cepal(1997). O Plano Real e outras Experiências Internacionais de Estabilização. Brasília. Ipea/Cepal.

Sargent, T. and Wallace, N.(1981). Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, pp. 1-17.

SOUZA, F.E.(1995a). *Lições de Experiências de Políticas de Estabilização baseadas na Âncora Cambial*. UFRJ. mimeo.

VERGARA, R.(1994). Política Cambiaria en Chile: La Experiencia de una Década (1984-1994). *Estudios Públicos*, 56 (Primavera), pp. 85-112.